全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FORTUNE GAME

一切都会过去，**危机却会重演**

投资时代的资本博弈，战略高度决定成败

远见即财富，**关注“价格、市场与投资”**，把握未来先机

财富博弈

市场轮回的投资之道

Road investment market reincarnation

郭士英◎著



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FORTUNE GAME

一切都会过去，**危机却会重演**

投资时代的资本博弈，战略高度决定成败

远见即财富，**关注“价格、市场与投资”**，把握未来先机

财富博弈

市场轮回的投资之道

Road investment market reincarnation

郭士英◎著



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

财富博弈：市场轮回的投资之道/郭士英著. —北京：
中国经济出版社，2010.8
ISBN 978-7-5136-0095-8

Ⅰ.①财… Ⅱ.①郭… Ⅲ.①投资—研究 Ⅳ.①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2010）第 142968 号

责任编辑 黄 静
责任印制 石星岳
封面设计 华子图文设计有限公司

出版发行 中国经济出版社
经 销 者 各地新华书店
承　　印 北京金华印刷有限公司
开　　本 710mm×1000mm 1/16
印　　张 22
字　　数 372 千字
版　　次 2010 年 8 月第 1 版
印　　次 2010 年 8 月第 1 次印刷
书　　号 ISBN 978-7-5136-0095-8/F·8443
定　　价 38.00 元

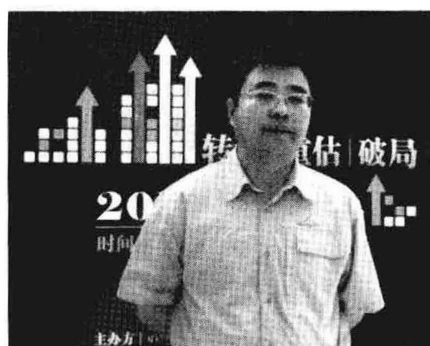
中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037
本版图书如存在印装质量问题，请与本社发行中心联系调换（联系电话：010-68319116）

版权所有 盗版必究（举报电话：010-68359418 010-68319282）
国家版权局反盗版举报中心（举报电话：12390） 服务热线：010-68344225 88386794

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2010 年 7 月 17 日参加“方正集团与清华大学案例开发与研究项目沟通苏州会议”后于西湖“江南会”留影





2010 年 7 月 10 日在日坛国际酒店参加“和讯网 2010A 股中期策略会暨上市公司市值管理圆桌论坛”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2010 年 5 月 29 日参加“走向资本强国——中国证券市场 20 周年回顾与展望暨第四届中国上市公司市值管理高峰论坛”



2010 年 4 月“2010 投资与理财年会暨第四届学习型中国——投资理财论坛”：流动性充裕背景下的中国资产泡沫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资理财论坛期间与成思危副委员长合影



投资理财论坛期间与陈志武教授合影

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2010 年 4 月 9 日在宁波演讲“警惕经济再度失速”后，
于天一阁留影



2009 年 10 月 31 日参加“见证创业板，
建设中国多层次资本市场”主题研讨会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

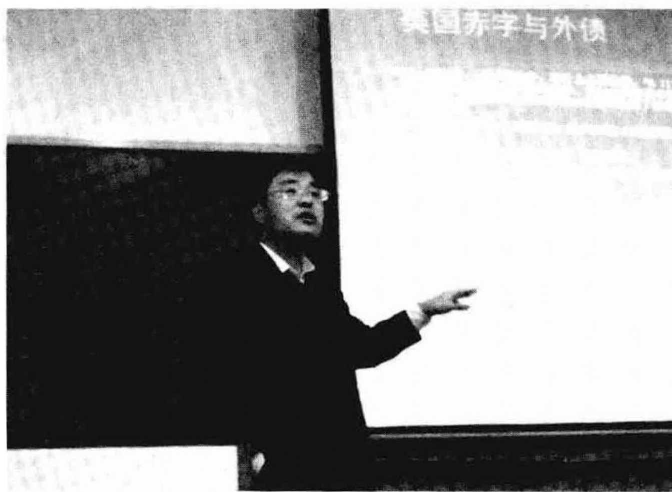


2009 年 10 月 30 日做客新浪财经共话中国创业板开市



2009 年 4 月在北大方正集团演讲：“做多未来——
资产膨胀才刚刚开始！”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2008 年 11 月在人民大学演讲：“大道就是否极泰来”



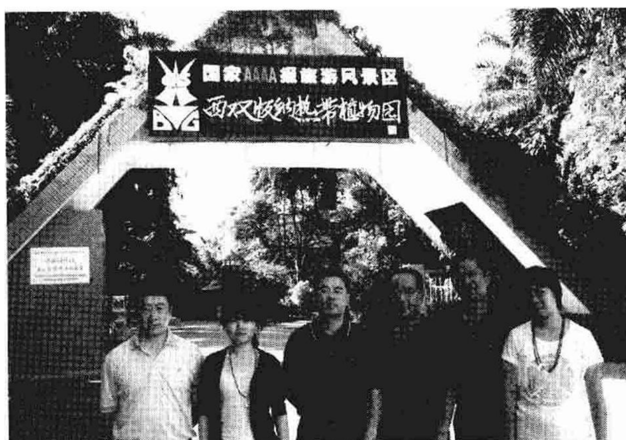


2007 年 7 月参加太平洋证券中期策略报告会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



2007 年 2 月于云南腾冲：低价题材股的春天



2006 年 7 月参加在云南考察、演讲“人民币升值背景下的中国股市”后与太平洋证券同仁一起游览西双版纳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自　序

近两年来，从金融危机到政府救助，再到市场回暖和经济复苏，包括目前可能发生的市场二次探底以及未来的“流动性退出”，全球各国为此经历了很多很多，金融市场更是因此跌宕起伏。动荡的背后，其实是财富的流动和转移，甚至人们的价值观也在为此发生着潜移默化的变化。

一切都会过去，危机却会重演。金融市场有句话，叫做“远见即财富”，远见甚至可化危为机。这就需要借鉴市场规律和投资逻辑，透过现象洞察本质，并基于对当前存在的评估去预测未来可能的变化，以顺应潮流、善加利用。

毫不夸张地说，两年来的跟踪观察和研究，可谓“呕心沥血”——多位朋友如是评价。我想，正是快速变化着的金融市场促使我一直保持着浓厚的兴趣。我的爱人陈榕以及所有家庭成员和我的同事们，在此期间给了我莫大的支持和帮助，这里特别表达内心的感谢！谨以此书献给所有支持、帮助和关心着我的人。

本书的分析和论断，有些已经被验证并给了我欣慰和动力，至今或有温故知新之意。但更多的看法需要等待时间的考验，我期待着那些时刻的陆续到来，更期待朋友们能够因此取得更好的投资业绩。果真如此，我将引以自豪，仅此足矣。

投资时代方兴未艾。十多年来，我一直忠告学生们在学习和工作中，要始终围绕“价格、市场与投资”三个关键词。即便不直接从事投资，也要“搭一根脉在市场上”，保持关注和思索。由于工作关系，金融投资的方方面面，也一直是我所关注的范围。本书涉及了宏观政策、国际经济以及各类金融市场。除此之外，这些年我所积淀的投资感触和理念，也自然融入其中。但毕竟，一个人的视角是有限的，一个人的知识也是有限的，只希望对从事研究和投资的朋友们，能有一些借鉴意义。为了方便对照阅读，所有文章特意保留了写作时间并按照主题加以归类。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管这些年来在各类报刊和媒体发表文章百余篇，但出版个人专著还是首次，疏漏难免，务请海涵并指正。

方正商学院高级研究员于百战和汤晓华在本书出版过程中帮助我做了大量艰苦而细致的工作，在此深表谢意！

郭士英

2010 年 7 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

CONTENTS

第一章　宏调纵论

货币政策应有全局性和前瞻性 / 3
系统风险导致股市至弱 / 6
货币政策亟须转向 / 9
坚决支持尽快放松宏观调控 / 11
货币政策终结紧缩　盲目悲观缺乏支持 / 14
经济颓势决定政府必救房地产 / 16
中国政策黄金之选：增发政府债券　大搞基础建设 / 18
政府投资规模取决于市场恢复速度 / 20
国家战略决定股市方向 / 26
宏调精确制导　政府能够挽救危机 / 28
没有必要过分忧心货币收紧 / 31
经济转型的五大保障——兼论收入分配改革的核心作用 / 32
如何看待中国楼市 / 37
上调准备金率解决不了根本问题 / 39
结构调整的难点及四个决定因素 / 40
中国房地产只能软着陆 / 41
中国应慎重加息 / 48

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章 股道求索

放任市场下跌或会危及稳定发展 / 53
股市亟待制度变革 / 57
依然要警惕股市假熊变真熊 / 62
单一利好政策难改总体熊市 / 64
熊市中途的答疑解惑 / 66
对一致过分看空多一份警惕 / 71
有多少制度性缺陷应尽早完善 / 72
关于证券业的反思 / 75
不必迷信“大小非” / 78
很有必要无限期暂停新股发行 / 79
脆弱复苏可能再遭考验 / 84
应对过度投机说“不” 了 / 87
超额募集反映了股市的什么问题 / 90
辨析股市的五重忧虑 / 91
理性、信用和信心共拷中国股市 / 94
新股发行改革的思考与建议 / 97

第三章 投资理念

居易俟命与现金为王 / 103
厘清现实矛盾方能把握未来先机 / 106
交易价格决定命运 / 111
否极泰来：不要非理性低价出售你的资产 / 116
货币政策感言及股灾启示 / 119
企业家要慎重资本运作 / 122
金融风暴与投资心魔 / 123

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Back To Basic / 125
克鲁格曼揭示了未来经济的真谛 / 127
低碳经济引领新生 / 131
稻草人与防通胀 / 135
股市遵从自然法则 / 136
孙子兵法与金融投资 / 141
股指期货的期待与梦想 / 146
从布莱尔接受伊战辩护看价值观的决定作用 / 149

第四章　资产投资

如何看待房地产及相关股票 / 153
当股市遭遇突发灾难的大考 / 156
能源价格调整及其影响 / 157
经济放缓中的投资新亮点 / 160
信托 PE 有望再度走俏 / 161
资产市场或需短期休整 / 165
让别人去盯 CPI，我们应该紧盯资产 / 169
黄金回归强势　莫端金碗要饭 / 170
QDII：投资组合的调味品 / 171
次新基金批量破发的原因及投资对策 / 174

第五章　做多未来

别拿价值不当回事 / 181
经济与股市都不值得继续悲观 / 188
中国的“龙头相”一直都在 / 192
中国股市有能力领涨全球 / 196
坚持“封山育林”投资策略 / 198
经济环境在转暖　人间正道是沧桑 / 200

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多头宣言：为了共同的未来而战斗 / 202
基金不应不作为 / 204
金融资本集体认怂到几时 / 206
如何看待外资抛售中国银行股 / 210
大视野造就大行情 / 211
牛市不是吹出来的——重点说说农产品 / 214
进入新一轮繁荣期 / 216

第六章　美国美元

美元下跌将迎来全球股市繁荣 / 223
美元走软有利于避免世界经济深度过冷 / 226
美元堕落强于世界大战 / 227
不必为美国而忧心 / 229
美国向全球发出了什么信号 / 232

第七章　后危机时代应对策略

我国近 2 万多亿美元外汇储备可做什么样的大文章 / 237
从世界原油市场看中国的金融对策 / 238
谋求金融安全与稳定的思考 / 245
后危机时代中国金融更应积极应对 / 251
再议中国出路：加大货币供应、收购外资股权 / 254
危机中的国策探讨和未来前瞻 / 259
中国外储须尽快战略增持香港银行股 / 262
东西方角力新支点与中国策略 / 265
我国经济领域亟须开展“新五反” / 269

第八章　投资远景展望

并购烽火燃旺资本激情 / 279
A 股进入全流通时代 / 283

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

农产品价格持续上涨的战略必然 / 289
创业板市场的机遇与风险分析 / 291
全球通胀时代即将到来 / 297
通胀预期及资产投资探析 / 302
资产膨胀才刚刚开始 / 308
我国资产通胀将被分级推进 / 314
警惕经济危机再度敲门 / 319
流动性背景下的资产泡沫及投资策略 / 323

附录　发表文章 / 330

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章

宏调纵论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货币政策应有全局性和前瞻性

世界经济局势之复杂，似乎达到了空前的高度，但是，还没有达到最高潮——这主要看美元利率走向决定的美元拐点及由此导致的商品和金融市场的变化。这一切的标志或许就是国际原油价格何时到达最后的疯狂。

原油价格走高的每一个消息，都在刺痛全球的经济和金融神经。如果原油继续走高，达到人们预期的每桶 150 美元以上，那么，通货膨胀这个妖魔就会再度吞噬那些存在软肋的国家的经济，引发新的金融动荡。亚洲一些国家恐怕会首当其冲步越南的后尘。进而，全球的金融神经将再度面临崩溃的炙烤，各国的股市将因为共同的系统风险而出现再度动荡。原油的魔力既然是如此强大，美国长期驻军伊拉克的企图就完全可以理解并很有可能转变为现实。中国等新兴国家的能源困境也就将长期难以突围了。

原油危机以及由此引发的全球通胀，根源在于弱势美元。而这方面的积极变化正在出现。早在半年前就有人预言 2008 年下半年美元将出现拐点，目前看，信号确实出来了。自 2007 年 9 月份以来，美联储已经连续降息 7 次，总共降息 3.25 个百分点。大幅降息、大幅减税、大幅给金融机构注资，已经起到了扭转次贷危机对经济影响的初步效果。伯南克最近表示，在通胀风险压力下，美联储不希望美元进一步下跌。美联储不太可能进一步下调官方利率。美联储正在“关注美元币值变化对通胀和通胀预期的影响”，并将“制定政策，防范双重任务中任何一部分可能出现的风险，包括长期通胀预期恶化的风险”。布什近期也高调而坚决地表示：“强势美元符合美国的利益，也符合全球的经济利益。”随后，保尔森也表示：绝不排除干预汇市的政策选择！

美元利率走向的变化值得期待，由此产生的影响更值得深究。美元不可能持续弱势，那样美国就成为全球的罪人了，美国的信用也必将损失殆尽，甚至美国的未来也将会被世界各国所抛弃，所以美元走强是美国迟早必须进行的自我挽救，是战略的必然。

美元逆转会带来全球货币市场的重大调整。美元升值的主流中，伴随着



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多国货币的此消彼长，其波动程度决定于届时各国经济实力的重新排位。一个必然伴随并值得深度关注的问题是：美元将回流美国，中国的外资可能出现持续地撤退。

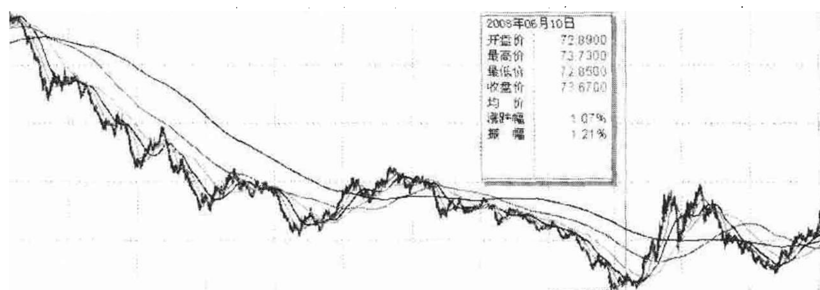


图1－1 美元指数走势对照图

资料来源：Wind资讯 方正证券

外资也一定看到了美元即将加息并长期逆转的信号，他们难道不准备从发展中国家大撤退？如果真是这样，他们目前最最期待的事情一定是再狠狠地“捞上一把”。所以他们会竭尽全力策动其资本所在国的货币进一步快速升值；最好再伴随利率的提高；达到这两个目的的最好政策借口似乎就是目前各国的公敌——“通货膨胀”。他们还渴望其资本所在国的股市或者房市在美元恢复上涨之初，能够再掀波澜，快速膨胀。对于中国，他们或许还多了一个看起来并不遥远的期待：股指期货。

德意志银行最新一份研究报告认为，伴随着人民币升值和后续的升值预期，大量的国际游资正在进入中国。报告估算，实际流入的热钱规模甚至超过2008年前4个月的官方外汇储备增量，达到3700亿美元。而4月份的数据更甚，外汇储备余额增长744.6亿美元，创单月外汇储备增长历史新高。其中，贸易顺差和单月外商直接投资合计增长只有242.8亿美元，“不可解释性外汇流入”则高达501.8亿美元。

近年的研究体会和经验表明，**在一种表象达到高潮的同时，往往就潜藏了另一种逆向的潜在危机，这或许就是金融市场的特殊之处。**上半年人民币快速升值，热钱目前也正在加速流入中国，但是，这个时候中国的宏观调控需要格外谨慎，因为大幅度的逆向流动也许随时可能在数月内发生。

中国是全球流动性泛滥表现最为突出的国家之一，加之对历史上外资大规模逃离造成的金融危机的深刻警惕，所以一直未雨绸缪地采取紧缩性货币

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政策，导致顽固过热的房地产市场终于收住了狂奔的脚步。股市也在8个月的时间里跌幅达到50%以上，加之境外经济动荡的影响，过热的经济也得到深度遏制。目前最令人头疼的问题就是输入性的通货膨胀“树欲静而风不止”，而与这一现象伴随着的，是货币政策的一再从紧。前者给了后者似乎很充分的理由，但是，因为受到多种因素影响，实际上，中国的出口、投资和消费正在发生着诸多不利变化，而决策者应对此给予足够的重视。

既然通货膨胀的根源并非国内，既然持续紧缩的货币政策有可能伤害经济发展或危及金融稳定，何不及时转化思路，从刻意地从紧货币政策走向更加灵活的货币财政政策呢？物价上涨既然是难以逆转的长期趋势，何况我国的能源和粮食价格还与境外存在比较大的价差，那么，适当的上涨也是正常的。没有必要大惊小怪，更没有必要与货币政策拼死抵抗。**我们更需要做的是允许一定的价格波动并致力于逐步缩小国内外的价差，在这一进程中，及时给予弱势群体和贫困阶层以积极的补贴政策。**实际上，在房价回落以及下一轮购房高峰尚未到来之前，城市绝大多数居民对CPI的敏感程度都不会很高，承受力远超出想象；同时，只要粮食价格回升，多数农村居民对物价上涨也是可以接受的。这就使得实际的补贴数额不会很大。

通货膨胀这个魔头如果得以驯服，那么在内需增长逐步填补外需不足的努力平衡和过渡过程中，我国经济的持续发展问题就基本解决了。这其中似乎并不存在过于令人担忧和悲观的更多困难。

对于高层以及部分学者十分忧虑的外资集中撤退可能引发金融危机的问题，其实也早已有应对之策了：届时只要采取宽松的货币政策，释放这些年从紧政策吸收的流动资金，就可以及时填平外资撤退造成的资金洼地。

总之，在资产价格已经出现大幅回落，在我国经济基础雄厚以及金融和价格管制的篱笆还十分有效的前提下，中国的经济稳定是有保障的。

次贷危机中，各国公认对中国的实质影响十分有限，但是我国却如临大敌，导致股市为先锋出现甚至高出美国市场几倍的跌幅！越南经济倒下了，货币危机了，中国国内立刻风声鹤唳，似乎中国积累几十年的经济成果也会在一夜之间土崩瓦解，殊不知，漏洞百出的越南经济与国内经济根本不在一个层次上，如何简单对比？

2008年端午节期间突然上调1%的存款准备金率，直接造成我国股市单日暴跌8%以上，上千只股票跌停板，A股市值单日缩水近1.7万亿元，恐慌情绪在市场和投资者中蔓延，似乎中国经济的末日已经来临。如果调控的目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的是防范未来或许子虚乌有的风险，那么如此的市场灾难就不是灾难？中国经济的真实情况真的那么严重吗？

经济本身正在经历转型之痛；外需也有继续减少的趋势；投资因受材料成本的困扰也有减速的苗头；热切期待的内需也不适应高度紧缩；同时，银行的流动性不能出问题——部分企业也已经遭受资金困境；房地产市场也不允许出现深度下跌。因此，今后切忌过于紧张地对贷款实施人为压缩，坚决避免提高利率和过度提高存款准备金率（18%是分水岭，继续提高是荒谬的!），防止过度严厉的货币政策导致经济骤降或者为未来的发展留下隐患。

宏观调控必须严谨论证，审时度势，不能过头，更不能成为公害。当务之急，必须扭转一意孤行的从紧货币政策——长远看，这一政策有必要转变为积极型；同时放慢人民币升值的幅度（年内升值幅度已经达到了5.2%）；接受并准备应对长期的通货膨胀并对特殊人群实施补贴——美元复苏必将终结商品牛市和全球通胀。

（2008-06-10）

系统风险导致股市至弱

2008年4月21日，笔者针对证监会限制大小非政策在新浪财经头版发表文章《依然要警惕股市假熊变真熊》，最后指出："眼前的问题是，股市正在由假熊变真熊，谨慎你的财富被股市黑洞继续吞噬。"当时没有交代何谓"假熊"，何谓"真熊"。我所说的"假熊"是指单纯估值过高、缺乏宏观经济变坏背景支持的股市暂时回落；所谓"真熊"，是指宏观经济或政策不调导致的股市持续下跌。

可惜的是，印花税调整带来的强劲反弹麻痹了多数投资者的防范意识。继续看淡后市的理由如下：①政策取向不利；②经济前景看淡；③技术形态已经破位；④政府不会贸然救市。

首先，政策取向看定了，经济前景看淡了。主要的问题和风险恐怕更多地来自内部问题和矛盾，境外因素则主要发挥倒逼国内矛盾的作用并有可能激化某些国内问题。无论如何，内部政策至关重要。首当其冲的是通货膨胀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恶化趋势与我国能源、粮食价格偏低的矛盾纠结困顿；其次是货币政策被迫持续从紧与确保银行、地产业稳定和一般企业流动性的矛盾如何兼顾；再就是外需减少、投资下降对国内经济趋缓和金融市场的过分打击后果难以估量；加之汇率波动及其对敏感企业及产业转型影响的复杂性。总体感觉，内部政策矛盾重重，尤其是紧缩的货币政策如果持续下去，难免顾此失彼导致全局混乱或信心动摇，总之，未来的经济局面变得异常困难。如何还能有乐观预期？

第二，中建股份的发行在股市最为危难的时刻走了“后门”，让稍微精明些的投资者再次彻底看穿了 A 股偏重融资而难免动荡的本质。

第三，存款准备金率的大幅提高重创市场。对冲境外热钱，本来应该在外汇管制方面下些工夫，却不小心牺牲了部分工商业者及股民的利益。

“我们在调控时不会考虑股市的涨跌”，这句话大家并不陌生。要知道，在发达国家很难听到如此言论。

另外，看看通胀形势本身。5 月的 CPI 下降到了 7.7%。不过，从世界原油、粮食市场的情况以及国内物价一直存在结构性偏低的事实来看，中国通胀的后劲还在。从目前的政策取向，从美、欧和印度等以及一些亚洲国家都已开始或即将开始加息的趋势来看，我国的紧缩货币政策还会再度趋紧，几无悬念。这如何又能期待股市走好呢？

第四，严重违背股市公平、显著侵害股民权益的事情未得到应有的重视和追究，一句“股市有风险、入市须谨慎”的常规教育，就可让股民愿赌服输、自认倒霉了。殊不知，我国股市还有政策和管理风险。新股民不明白这些道理，老股民多数都一知半解，可是，手握重兵的机构们，他们早已深谙此道，不见股灾和可能产生的暴利机会，他们现在哪里还会轻易入市？

第五，目前没有什么政策可以有效救市了。比如市场一心期待的成品油和电力价格放开管制，可能会给能源板块注入活力，从而挽救市场云云。事实上，这是个十分荒诞的救市期待。因为，政府已经一再表明，控制通货膨胀已经成为当前首要的政策目标。怎么可能为了股市而让基础能源价格恶化通胀呢？即使不得已提高价格，也是小幅度的、渐进式的。何况，为了对冲由此可能带来的通胀压力，货币政策必然同时加速紧缩，届时，对股市的影响，与其说是利多，还不如说是利空。所以，成品油价格若一旦小幅上调，就一定会有人利用短期利好迅速出货，市场的颓势是丝毫不可能被扭转的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六，股指期货不会在这个敏感多变的时刻横空出世地充当救市工具了。一来股指期货本来就风险很大、争议颇多，二来技术条件和配套制度还仍不完善。另外，支持以上判断的另一个佐证是：银监会刚刚叫停了据说“近似赌博”的外汇保证金交易，称恐银行无法应付风险。为啥如此决绝？其实和存款准备金率出乎意料地大幅提高一样，不惜一切代价防范国际金融风险也。

第七，诸如暂停或规范 IPO、限制再融资和大小非解禁、恢复新股发行的市值配售制度等，有些是证监会可以单方面决定的，有些是必须要与其他部委共商并报国务院批准的，出台谈何容易。另外，媒体披露某证监会前高级官员被“双规”之事，预计也会产生消极影响。

第八，从维护自身尊严的角度看，政府也不会轻易救市了。众所周知，3000 点一线政府两度被迫救市，到如今“市场底”大破“政策底”，政府的威信往哪里摆？况且，中国始终不乏反对救市者。今后就算政府真打算救市，也不会轻易出手了，他们也会像耐心的股市猎手一样静静地等待，直到该出手的时候才出手。总不能一年之内三次都让“市场底”战胜“政策底”吧？果真那样，政府信誉受损就是头等大事，市场失控也很有可能。

那么，“跌无可跌”的点位到底在哪里呢？这是个很敏感、很困难、很有风险的问题。

大家知道，金融市场往往涨慢跌快，或者说，涨难跌易。我国股市尤其如此，为何？因为过度投机和缺乏做空机制——既然只能低买高卖才能赚钱？为什么不干脆让他跌个痛快呢？因此，跌势一旦形成，就会遭受过度投机分子的刻意打压。只需少量筹码就可以把目前信心尽失、成交寥落的盘子给打压下来，一直打压到盘中所有短线抢反弹做多的人都不再敢于争抢其低位的筹码，一直打压到几个月前的多头心惊胆战地缴械投降，这才真正到了从容收拾战利品的时刻。

及此，我在这里可以提供一个粗浅的初判：既然经济前景不乐观了，既然宏观调控都缺乏信心了，既然数不胜数的市场积弊都昭然若揭了，既然已经破位并形成中期向淡趋势了，既然由于信用和信心崩溃而更加乏人问津了，那么，可以肯定的是：3000 点附近的争夺战已经毫无意义和毫无参与价值了，基本分析加技术分析的结果，已经无情地指向 2200～2500 点这一区域，甚至更低。这是一个看似低得离谱但其实可能会很快达到的区域，这是一个届时必将交杂恐慌与得意情绪的市场区域。预计 2008 年一定会有进一步的坏消息帮助那些刻意做空的人并刺激普通投资人恐慌抛售。这些不期而遇的坏消息，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能来自境外，也可能来自境内；可能是经济的，可能是政策的，也可能是社会的，还可能是自然灾害……

最后的结论就是：市场几乎将毋庸置疑地奔向它的目标位 2200 ~ 2500 点。在此之前，不要幻想还有什么可以力挽狂澜了。这个结果，在这次存款准备金率上调 1% 之日起，在 3200 点的缺口技术支撑位被无端打破后就已经注定。如果现在还看不清楚，就很不应该了。

（2008 - 06 - 12）

货币政策亟须转向

最近最大的利好是什么？是美联储近期保持利率稳定的消息。这对犹豫中的国内货币政策至少是一个短期稳定因素。

美国保持利率稳定是个很明智的决定，反映了美国金融精英的调控始终是以经济稳定和总体增长为目标的。尽管美国也面临了通胀压力，但是，这样的决定还是表明他们希望企业和市场能够在低利率的环境下得以喘息和调整，同时，也保留了为通胀治理而加息的权利。一个阶段内保持利率稳定在低位，符合目前面临诸多问题的美国市场和广大企业的利益和预期，因此政策的效果毫无疑问也会是积极的。

在当今金融异常发达的世界，**货币政策至关紧要，决定微观企业的生死存亡，决定金融乃至经济全局的兴衰成败。**宏观调控是一门艺术，高手之间的差别或许表面看来是微不足道的，但是却“失之毫厘，差之千里”。

目前来看，年初制定的“两防”中，经济过热的隐忧在国内外因素的叠加作用下已经消除。那么，在利率高企的情况下，我国货币政策的最佳选择到底是什么呢？美国的政策就是最好的借鉴——至少维持基本不变，坚决防止过度从紧。

纵观时局，有三个政策论调必须反对：其一，货币从紧治理外资流入形成的流动性过剩；其二，加息治理通货膨胀；其三，反对渐进式价格改革，主张能源和粮食价格完全放开。

首先看，外资流入的压力是哪里来的？是缺乏前瞻性、与美元利率走

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势严重背道而驰的持续加息政策导致的必然后果，以至于产生了巨额热钱能够躺在中国的银行里安享两位数的稳定年收益。最可笑的是，目前还有不少人不顾银行和企业的危急，认为应该针对热钱继续提高存款准备金率，这不是错上加错吗？中国的状况，决定我们有别的措施可以控制热钱，为什么偏偏要在存款准备金方面如此执著呢？

另外一个危险的论调认为，为了抑制通货膨胀要继续严厉加息。这会提高巨额国际热钱的收益并不断吸引更多国际投机资本进入国内。最主要的是，通胀的根源不在国内，这个必须首先搞清楚，因此，通货膨胀作为加息的理由很不充分。在劳动力成本上升、原材料价格高涨、企业资金日益紧张的情况下，再提升利率是不合时宜的。未来加息与否，建议多倾听一下企业的诉求，以预防经济出现大滑坡。

最后，有些学者主张彻底放开国内价格管制，让能源、粮食价格一步到位地与国际接轨。殊不知，以美国为首的西方国家正在为自己的过度“市场化”而懊悔不迭，次贷危机和国际原材料价格操纵，已经严重威胁了西方国家的形象和经济稳定，而我们又何必要彻底放开自己的管制而盲目去跟已经扭曲的国际价格接轨呢？其后果将是灾难性的——通货膨胀深度恶化，企业危机骤发，经济形势一落千丈。

今后国际原油价格虽然存在不确定性，但是我们看到，连沙特这个原油储备最多、出口最大的国家都一再公开表明其对西方国家操纵原油价格导致过高的批判态度，可见，金融价格对经济供求的扭曲达到了何种程度，世界的混乱达到了何种的程度！所以，中国的策略，是要在复杂的国际环境中保持独立和冷静，当然，这是一个长期博弈的过程，市场化没错，最终的目标可能是价格接轨，但当前的适当管制是有利的，一步到位的价格接轨过于唐突。笔者坚决支持渐进式的改革，能源、粮食价格的逐步调整，是最恰当的选择，同时，必须改变以前税收增长过快的情况，继续推进完善社保体系，改善国民收入，增加其购买力，让人民真正分享改革开放和经济发展的成果，实现国富民强。

（2008－06－26）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坚决支持尽快放松宏观调控

2008年7月24日，在北京星河湾四季会参加和讯·财经中国会的券商研究所所长沙龙。其中，令人印象较深的是巴黎证券（亚洲）有限公司董事总经理兼首席经济学家陈兴动的演讲。

第一，陈兴动说："自去年年底以来，中央经济会议之后，我认为2008年不再是'双防'。当时我很大胆讲，中国政府可能对2008年经济形势误判。2008年绝不是宏观过热，2008年要保持稳定就业，通货膨胀要防，但是要承受高通胀。"

实际上，2007年年底笔者也多次在内部会议上说：种种迹象表明，美国经济衰退的可能性非常大。但是，我个人却没有把这个想法与2008年的中国经济和证券市场更多地联系起来，可能那个时候，更多地觉得是美国的衰落对中国是好事情，觉得中国经济的基础面都是能够经得住考验的吧。现在看来，这个想法是很有害的。源自对美国经济和金融形势的演变以及对全球的不利影响估计不足，对国内宏观应对策略是否妥当以及我国证券市场的抗风险性亦估计不足。

对于通胀，在2008年年初发表的报告中我也提出：中国有必要忍受一个必然发生、害处并不算很大的通货膨胀阶段。但是，事实上，有关部门对国际形势的研判并不十分准确（这与1996下半年的情况有些类似），而且过度使用了紧缩的货币政策防止"经济过热"，殊不知，经济过热即将遭遇外部环境的巨大逆转而自行降温！紧缩政策旨在消除根本不可能单方面消除的通货膨胀和流动性，也是不当的。

年内的股市真实地反映了这一切。好在我们都及时修正了年初的观点。我们深知大盘蓝筹股已经严重高估，在2007年9月时就坚决反对内部投资者买进大盘蓝筹和房地产股，并在此后一直反复通过媒体抨击机构投资者的非理性。同时，我们明确指出市场存在局部低估的投资机会，引导大家去做低价小盘股——这个被证明在熊市中很难把握，虽然有农业股等机遇，但总体来看，不如不做。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当美国次贷危机集中爆发，金融机构纷纷自爆巨额损失并引发国际市场普跌的时候，笔者意识到问题的严重性，及时在5200点左右的时候促使自己所在的机构发布了“内忧外患或将动摇牛市基础”的报告（见WIND系统），率先打破了业内普遍强烈的牛市预期和“牛市下半场”的预言。

我们首先旗帜鲜明地看到4200点的低点（有多个报告可供查证）。在此后的反弹和形势分析中，我们曾经犹豫和反复，但还是最终决定逐步发布报告明确看空A股行情到3000点左右才能止步（见《中国证券报》）。其间一直呼吁救市政策和制度改革（见新浪财经）。当限制大小非减持政策出台后，很多人以为市场已经反转，但是根据外部环境和我国宏观调控政策走向，笔者及时撰写并发布了《依然要警惕股市假熊变真熊》的文章，果然，后来市场对于宏观经济的悲观预期达到了很严重的程度。实际上，这种对并不存在严重缺陷和“短板”的中国经济过度悲观的根源，主要是国内宏观政策没有很好考量国际环境变化。当然股市的过度反应源自于政府对股市积弊不够重视、有关部门缺乏作为，这也是一个主要方面。

6月9日央行突然宣布存款准备金率提高1%，直接导致了3000点后的反弹夭折，笔者随后撰写了几篇文章，对偏紧的宏调政策给出了自己的看法和建议，并同时指出市场可能下跌到2500点。直到7月17日，我们给出了新的报告——“别不拿价值当回事　市场需要理性投资”，其中既有看重价值和原油价格将阶段性回落的成分，也有看到政策转向的因素。

不是说宏观研究只服务于股市，而是**当今国内股市对于宏观经济及宏观政策走向异常敏感，不考虑股市反应的宏观调控，是无知的。**

第二，陈兴动发言时说：“1996年上半年数据出来以后，出现了经济学家的争论，当时有些经济学家认为要放松宏观调控了，但是又有一批专家认为不要放松。朱镕基总理采纳了吴敬琏和刘国光老师的观点，继续从紧的宏观调控。1997年中国经济增长进入中国式的衰退，有些人将其归罪于亚洲金融风暴，但我觉得这是一个借口，事实上是经济调控过度，经济调控过紧，调控时间过长，没有注意到经济增长的动力其实已经丧失。当时很多人说，中国不存在经济增长的问题，像刚才有人讲的，中国可以建铁路，可以建基础设施，但是经济增长不仅仅是有需求和供给就会自然而然地增长……经济增长需要将供给与需求结合起来，需要一个黏合剂。这就是投资者的信心，有利于投资的政策。上一轮的经济增长下降到2001年才重新启动。为什么2001年中国的经济能够走出来，是出口。为什么出口能够走出来，是中国加入了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

WTO。其实我们发现了，2001年以来，出口是中国经济增长的第一动力，带动了内需。如果出口下降了，大家的生意机会没有了，这还不仅是钱的问题，如果是现在，问题是非常大的。所以我建议，现在起码说，在我们可见未来6～12个月之内，对人民币升值的政策必须改变。”

把现在的经济形势对比1996年下半年的经济形势，很有说服力。陈兴动提出了重视经济自然增长动力已经明显弱化的现实，指出应该放缓人民币升值，反对单边升值。笔者坚信他是正确的。升值论目前确实应该谢幕了。

如果说1996年中央决策层对于国际经济形势和金融危机估计不足导致宏调政策出现了较大偏差情有可原，那么，12年后的今天，中国如果再次失误，就太令人费解和遗憾了。问题是，还会有什么因素会让我们像当年加入WTO一样找到新的、巨大的成长驱动力，来弥补这些内部失误和抵御外部冲击呢？如果美国的形势继续恶化，如果以原油、铁矿石为代表的商品牛市继续下去，而我们的认识和准备又确实不足的话，那么，或许只有对外宣战才能凝聚民心而保持国内的稳定吧？如让这个“危言耸听”的推测不会成真，那么，笔者认为，从现在开始就必须要毫不犹豫地给企业松绑以恢复其生产和投资热情，改变人民币单边升值和盲目从紧的货币政策，不遗余力地扩大国民收入和国内需求。否则，除非商品牛市终结和美国开始复苏，那么中国未来一两年的处境一定十分艰难，目前的发展趋势表明，金融和经济危机似乎不可避免。对于未来政策决策依据，除了继续观察“三驾马车”的动向，还有“两个信号”值得重点观察，一个是奥运会后的世界原油走势，一个是奥运会后国内房地产的走势。

第三，陈兴动使用了支出法看GDP变化，指出：我们经济学家正在对同样的数字得出不一样的观点。生产法告诉我们昨天的速度，支出法告诉我们明天的趋势，如果不调整现行宏调政策，经济增长速度肯定还将大幅下降。目前，“三驾马车”的速度都大幅度下降了。从支出法的角度来讲，现在不是说慢慢降下来的，而是降到了8.3个百分点，下降的幅度大得多。所以笔者对经济形势看得是比较的担心。

陈兴动说：现在出口增长21.9%，如果考虑1～5月份出口价格指数9.6%，以美元计算的实际出口增长降至11%了。再考虑人民币升值，按照人民币计算实际增长就只有0.2%。投资名义增长26.3%，但是扣除投资价格指数10%，只剩下14.8%。多年经验证明，中国现阶段投资实际增长不能低于18%～20%，否则会导致资本浪费、生产能力浪费和后续的经济问题。社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会商品零售额，虽然增长了22%，但是扣除零售物价涨幅7.5%，实际增长是12.9%，上年是12.7%，所以增长没有加速。

所以，陈兴动主张改变中国现在的宏观调控目标，要“三放松”：放松价格管制，放松贷款管制，放松固定资产管制。当然，还有财政政策要更进取。

笔者认为，至少目前，支出法看经济趋势是很有说服力的。对于许多人只看当前仍然高于10%这样一个增速就否认经济拐点和忽略发展趋势，我觉得不亚于是对政府的麻痹和对群众的不负责任。也因此，不难理解部分媒体反复用心良苦地高唱“形势一片大好”，也没有让产业和金融界最终信任和释怀。面临是否调整宏观政策的重大形势分析阶段，陈兴动的角度和主要观点值得高度重视。

仅在这里补充一下自己对于陈先生“三放松”的认识。那就是，放松要缓，要有针对性，要审时度势。第一，目前世界商品价格处于非理性上涨阶段的高位，理论上不可持续，甚至存在不久开始长期回落的可能，因此，不可一味强调并轨。既要防止价差压力越来越大，也要防止盲目跟从，做好继续拖下去寻找理顺价格机制最佳时机的准备。第二，放松贷款管制要讲究结构性和渐进性，要重点针对困难企业和弱势企业，至于房地产市场更要合理引导，不能因此中止房价的缓慢回落——大落也不可怕，因为其是短暂和不可持续的。第三，对于固定资产投资的放松，要刻意避免低端投资、重复投资，在放松的同时严格执行科学的产业政策，改进投资质量，促进产业升级。

(2008－07－28)

货币政策终结紧缩　盲目悲观缺乏支持[①]

2008年10月8日中国央行决定对储蓄存款利息所得暂免征收个人所得税，同时下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，并下调一年期人民币存贷款基准利率各0.27个百分点，其他期限档次存贷款基准利率

① 本文刊载于2008年10月9日的《广州日报》，原名为《中国必然要进入降息周期》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作相应调整。

笔者个人判断，从紧货币政策确认终结，降息周期已然启动，具有良好的前瞻性，可防患于未然，可有效恢复市场信心。未来货币政策仍有进一步放松空间，不排除其他兼顾经济和市场的综合措施陆续出台。投资者切忌盲目悲观和看空——经济基础稳固而政策取向已然明朗；股市已经提前超跌且有国资和大股东托底，故未来具备特立独行的基础。

值得一提的是，笔者认为货币政策松动尤其将对房地产行业的健康调整起到重大积极作用。初步判断，房价还会价值回归，但是过度下降是不可能的了。甚至可以断言，即便有其他变数，只要货币政策持续宽松，房地产就不会出现类似崩盘的境况，中国也就不会百业萧条。

投资是看未来的，而不仅仅是盯着眼前。如果政策取向正确，实际上很多问题会在未来出现积极的变化。不久的将来，人们会发现，现在全球降息对未来经济乃至世界格局影响深远。

和讯股票第一时间连线笔者，为投资者解读重大宏观政策。笔者首先肯定了“双降”的积极作用，A 股非理性下跌应该止住了，一是股市有一个估值标准，二是近段时间一系列政策表明了管理层稳定股市、稳定金融、稳定经济的决心。

对于宏调政策，我认为中国必然进入降息周期，上次 9 月 25 日的降息是从紧货币政策的顶峰，是一个拐点，是对降息周期的确认。从紧政策的依据不复存在。当时从紧政策主要有两个依据：①对付经济过热；②对付通货膨胀。管理层前段时间通过调研已经发现了第一个依据不存在了，不少中小企业出现了困境；而通货膨胀从 7 月开始已经缓解，从大宗商品的回调就可以看出。7 月份的时候央行就应该放松，但当时央行说的是没有下调空间，这对市场信心带来了不利影响。

全球各国看到经济下滑而纷纷降息，若中国不降息则会明显错误。此次降息也证明了政策的及时性。“双降”对 A 股的影响，笔者认为 1800 点可能会成为阶段性底部，主要基于以下判断：

（1）我们的市场虽然有缺陷，但纵观各个发达国家的资本市场，在刚开始的一二十年都是有缺陷的。

（2）一系列的救市政策有累加效应，市场或有制度利好性的回归。

（3）融资融券的推出不在于救市，而是从这可以看出管理层是在有计划有步骤完善市场机制。融资融券是在为股指期货的推出作铺垫，股指期货推

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出后大小非解禁压力将消化于无形中。

我最后强调，之前比较悲观，现在转向了，是因为看到管理层敢于推出融资融券，中国股市的盘子有人托底，没有理由再看空了。目前看，困扰中国股市的大小非问题和股指期货问题必须解决其中之一，也只有股指期货可以消化大小非，同时可完善我国股市的交易机制，可谓一石双鸟。

（2008－10－08）

经济颓势决定政府必救房地产

房地产的困境以及由此引发的经济现象，正在引起更多人的重视。前些年房价调控不到位的恶果开始显现。我们看到，目前地方政府纷纷出手，而中央政府似乎默许。之后呢？中央会不会出台专项救助措施呢？这一切需要高度关注。

房地产要不要救，这就像半年前的股市该不该救——救不救是全局战略问题，不是单独这一个行业的问题；救了并非立即逆转，但是不救就会在未来留下更大的不稳定因素！不可比的是，房地产行业对实体经济的作用更大更直接，这在各界的认同度比股市更高，房地产及其上下游约影响中国GDP的40%。房地产关系至少35个子行业，一旦下滑过速或持续走低，就会危及宏观经济。

中国的问题在于，房地产困局的出现同时遭遇了外需减弱、出口受阻，显著加大了经济硬着陆的可能性。还有一个不可忽视的问题是，前几年房地产市场的繁荣，把地方政府和国内银行都推到了火山口，大家一损俱损的局面已经形成，难以改变，二者目前对房地产市场的继续低迷都十分敏感。他们注定要联合这些年一直具有强势发言权的房地产开发商，共同游说政府高层。而高层决策者在此刻会受到两个因素的影响而倾向于作出救助决策：第一，美国房地产行业持续下滑已经引发金融危机和经济动荡；第二，地方政府因此遭遇的困境或将加剧中央与地方步调不一致的政治后果。

另外，股市非常关注房地产行业的情况，向上向下，生死攸关。第一，因为房地产上市公司数量众多，市值占比较大——目前境内上市房地产公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约120家，占上市公司总量的7.5%；第二，房地产行业涉及面甚广，尤其是直接影响到占比更加突出的银行板块的未来投资预期。因此，试图稳定经济也好，试图稳定股市也好，没有房地产行业的专项救助政策进行配套，恐怕都要失灵。

无论如何，房地产行业已经成为未来经济和金融稳定的一个核心因素。尽管中国百姓的信贷消费和超前消费的比例远远低于美国，但房价崩跌照样会对扩大内需造成不利影响。这就可能为经济转型制造新的难题。

最近接触了几家房地产企业，他们的预期是悲观的，忧心忡忡。但是，他们中不少人的态度出乎意料：我们只是小卒子，我们有办法度过行业低迷期，但是付出更多代价的，显然不是我们这些人。这些话发人深省。最近一两周，金属现货及建材价格快速下跌40%～50%，给有关行业的生产经营者带来罕见的恐慌。机械制造行业的销售收入也呈现明显下降。商品期货的连续暴跌也似乎在预示着寒冬的快速来临。为此，实体经济的温度有急剧下降的可能性，一切似乎都类似大萧条的前兆。

尽管部分地区的房价仍旧偏高，尽管可能会遭遇舆论压力，但是，从挽救经济全局的角度来看，未来中央政府挽救房地产行业政策出台的可能性正在增加，甚至不排除近期出台措施的可能性。就目前房地产企业的境遇和买房人普遍观望的市场因素来看，即使现在救助，很难说会在短期内改变房价走势，再晚出台就更加难料。目前政策需要解决的关键问题不是价格问题，而应着重阻止房地产行业的生态环境进一步恶化（企业心焦、银行紧张、政府吃紧、三角债、卷款出逃）等等。所以，那种指望单纯扩大政府投资限价房来拉动投资、激活经济的想法，恐怕是不够的，必须针对整个行业的健康调整做出政策安排。

美国的金融形势一旦稳定，西方国家向金融市场注入的大量流动性资金，就会抄底亚洲资产。这个在以前的文章里曾经分析过。中国现在如果对房地产市场听之任之，那么国际博弈的结果将大相径庭，就会发生比现在更为难堪的局面：危机之后的西方趁机买入世界上最有升值潜力的中国资产而成为最后的赢家，而目前看似发生在美国的金融危机，实际上被洗掠的是中国（国民）的财富，这轮危机就不可避免地演变为了中国的金融和经济危机！对此，中国各界不可不防——关键是政策取向赋予国民以信心！

目前中国经济已经进入人人自危的阶段，这个时候，什么才是最佳的调控政策，那就要看出台的政策是否能够产生这样一个效果：对症下药的政策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一旦出台，阴谋分子立刻发慌，过分看淡甚至唯恐天下不乱的人立即丧失发言权并失去市场（机遇）。

政府不是房价的制定者，但从长远看，政府政策却是行业发展态势的决定性因素。前瞻性的政策，务必考虑以上因素。货币政策必须走向更加宽松。同时，对房地产的专项救助措施也该考虑出台了。如果说以前局面不明朗，那么目前是时候了！

出于理性和感性的多种因素，笔者此次是第一次呼吁政策救助房地产行业。笔者觉得目前来看，这是大局。前提是房地产市场的局面也已经今非昔比，要坚决防止从一个极端走向另一个极端。政策的灵活性如何体现？在房地产政策方面，我们必须得以体现，否则就会错失良机以致酿成严重后果。①

（2008－11－17）

中国政策黄金之选：增发政府债券　大搞基础建设②

综观国内外大势，深感政府目前很有必要及时鼓励政府债券发行并以此大力推动国内基础设施建设。

首先，为什么必须扩大基础建设？第一，可以有效消化中国未来的产能过剩。这个问题很严峻，别无选择。因为出口的持续减少和房地产行业的长期低迷，必然造成大量原材料和基础工业产能的浪费，为此，国民经济硬着陆的风险显而易见。如果没有以政府为驱动的大规模基础建设的及时跟进，通货紧缩也会愈演愈烈，届时将会有更多的企业面临倒闭的命运，经济和社会稳定必将遭受更加严重的冲击。第二，大规模基础建设可以有效扩大内需。

① 央行、财政部于2008年10月22日出台一系列保障民生投入力度的政策，其中关于房地产的暖市政策引人关注，包括降低契税、暂免征收印花税、提高购房贷款利率优惠幅度、降低公积金贷款利率等。2008年12月22日国务院办公厅发布《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》。

② 彻夜难眠，深思中国应对危机的政策取向。此后很快发现政府的积极财政政策陆续出台，包括中央政府代发地方债券。财政投资主导的基础设施投资有效地降低了外部危机对中国经济的冲击和破坏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从两个方面看，一方面基础建设项目可以直接扩大就业和居民收入，从而扩大居民购买力和间接提升内需水平；另一方面基础建设本身对原材料、交通运输、机械设备、水电通信等相关产品和行业的直接消费——这是更加广义也更加重要的“内需”，为此，必须果断采取扩大措施，积极推动经济转型。第三，政府基础设施建设项目利国利民利未来，可以带动并激活大量的民间投资，是当前恢复经济活力的最佳选择。

其次，为什么必须要扩大政府债券融资规模？①基础建设项目一般由政府主导；②先前的政府财政优势已经逆转并有继续恶化的可能性，必须要依赖存在广阔空间的政府债券。首先，看中央财政：近几个月来财政收入增速出现直线下滑，而2008年以来的各项财政支出却在快速增加，并且可以预期的是，为了稳定经济和保持平衡，未来政府的财政支出还要继续大幅增加，这就形成了一个突出的矛盾，甚至构成未来挑战政府威力的一种巨大威胁。为此，中央政府必须及时增加国债的发行规模，以便快速吸收民间（保守）资金，充实政府激励经济增长的财政后盾。其次，看地方政府：前些年的财政盈余很大程度上来自于房地产开发带来的土地和税费收益，以及相关行业的红利。但是，2008年下半年以来，地方政府开始发现，先前的依靠已经风光不再，所以才迫不及待地救助房地产。而目前的问题是，房地产价格回归以及由此带来的行业调整已经进入预定轨道，不可能出现快速逆转，而且，经济整体在降温，增速仍在继续下滑，其他政府收入也会继续减少。这就意味着，地方政府财政吃紧的局面会愈演愈烈。在这样的条件下，基础建设不要说扩大，实际上是逐步萎缩的趋势！所以，当务之急，只有也必须放开相关政策，鼓励地方政府大力发行债券融资。而融资的投向，绝大部分应集中用于当地的基础建设项目。第三，政府债券融资集中、快捷、高效，能够在最短的时间内，有效利用巨大的财政投入扭转经济颓势。

最后，目前市场对债券需求格外旺盛，政府应该未雨绸缪、抓住机遇、乘势而上。由于实体经济降温、资产价格下降和利率进入下降轨道等多种原因，企业投资热情开始出现降温，而金融市场对债券的需求不断升温，有关债券价格也处于近年来难得的上升期。由此可以判断，目前正是债券发行的最佳时机。

综合以上分析，政府应该立即采取有效措施及时实施债券融资并以此加大基础建设力度。目前来看，这是防止经济快速下滑的黄金政策之选。机不可失，时不我待，这项政策不可避免，越早越好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个政策一旦出台，相信美国经济衰退将从此不再构成对中国经济的严重威胁，中国的投资者也没有必要看着美国市场的脸色行事了；此举也将确保中国经济的列车在短暂的震荡后逐步驶入下一个快速轨道；相信这个政策将使得中国社会主义制度的优越性得到史无前例的最佳体现；国际友人也将因此而不约而同地彻底放弃对中国社会、经济的最后一丝怀疑和动摇。

就股市而言，笔者敢说：如果以上政策陆续出台，中国牛市就将自此诞生。实际上，目前的股市已经进入了制度红利期，看多与看空，孰优孰劣，未来将会作出最好的证明——全球流动性充裕必然催生资产价格的再度膨胀！顺便说一下，不要仅从指数本身看投资，因为有中国石油等股票的存在，中国A股的指数已经不再重要。

（2008－10－23）



政府投资规模取决于市场恢复速度①

继国务院推出4万亿元刺激经济方案后，各地政府也先后公布各自的投资计划。根据对目前已公布投资计划的24个省市的合并计算，投资计划总额已接近18万亿元，投资方向以交通基础设施为主。

这个数据目前仅为地方政府意向，最终能否实施还取决于发改委对具体项目的审批。那么，最终的投资规模将会是多少？如何看待目前的投资方向安排？在地方政府财政不景气的情况下，投资项目的资金来源依靠哪些渠道？投资将会取得哪些成效？

和讯网为此连线笔者，进行专项解读。主要观点如下：

（一）投资方向依赖政府监管，银行或成主要融资来源

在国务院推出4万亿元刺激经济方案后，目前已公布投资计划的24个省市的计划总额已接近18万亿元。预计最终经发改委审批后的投资规模大概是

① 根据当日和讯网记者访谈整理，原文发表于和讯财经网。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多少？

笔者认为国家会掌握一个火候，事前会有综合预测。但是首先要搞清楚这一投资的实质目的是什么。笔者理解，其实质应该是为应对经济危机的一项重大举措，是非常时期的非常举措，也是中国未来 1 ~ 2 年的一个重要改变。其目的，一是解决产能过剩，二是提振民众信心，实际上是在救经济，救企业，救民众，救社会。

因为投资是国家代为拉动的，如果民间积极性足够高，政府的作用就会被市场所替代，最终取决于市场对于国家拉动投资的积极反应到底有多少，所以很难具体衡量这个量。需要注意的是，应避免盲目建设和地方腐败，不能上质量低下的项目。盲目建设以前出现过，后果非常严重，这个肯定要预防。笔者认为政府也不会盲目地乱批项目，越是政府主导的投资，政府越是应该把握它的质量。

在目前地方政府财政不景气的情况下，投资项目的资金可以从哪些渠道获得？

关于资金来源，到底政府出多少？银行出多少？企业出多少？这个问题我觉得各地项目情况可能不太一样。从地方政府来讲，目前各地方财政不宽裕，地方政府债券也不允许发行，在这种情况下如果要筹资的话，他们更多可能想到的是银行。但是对银行来说，一方面是银行要听政府号令，另外由于多数商业银行已上市，要对自己的资金安全和资产质量负责。银行也要考虑自身的经营状况，所以这笔资金到底有多少，笔者觉得还有待观察，是不是还有进一步的措施，这是需要观察的。

在目前情况下，很多银行为了控制风险出现了惜贷的迹象，银行在此次投资计划中应该如何发挥积极的作用？

笔者并不赞成银行惜贷。为什么呢？因为现在对于中国来说，我们的金融机构和经济面都没有西方那样困难，何况说西方的金融机构确实银行惜贷，因为他们的银行资产结构和我们的国家银行资产结构是两码事，差别非常大。在这种情况下讲银行惜贷，是不积极的，是不合理的。首先银行现在资产规模是 60 多万亿元，过去不良贷款率是 40% 多，现在是个位数，6% 左右。在这种情况下，银行应当配合国家振兴经济的计划，当然也不能放弃自己的原则，大力支持本次以基础建设为龙头的经济计划。银行这一块是大有可为。

1998 年，银行曾经向基建项目提供贷款以刺激经济增长，但许多项目的投资回报率很差，投向这些领域的贷款在 2000 年后陆续成为不良贷款。那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么，此次各地方的投资项目会不会重蹈覆辙？两年之后银行将面临怎样规模的不良贷款？如何处置？

笔者认为，这就是为什么政府必须要高度重视的原因，各地政府官员都要体现较高的执政水平，要避免盲目建设，这些项目必须是必要的、可行的，而不是盲目建设，其实这些问题都是相互关联的。

对于地方投资的监管问题无疑是目前大家最关心的，之前也有学者表示要加强信息的绝对公开，对每一个项目的每一笔费用均做到完全透明化。除此之外，还应做哪些工作来加强监管呢？

笔者觉得要从未来社会稳定发展的高度去看待本次经济扩张计划，保证它的质量，就是保证政府和社会的稳定。西方国家发生的是金融危机，而对中国来说，最大的隐患是社会危机。在这一次振兴经济计划里，笔者个人觉得：一方面短期内对经济的刺激和拉动作用是不可忽视的，甚至不光对中国经济，对世界经济，而且对未来中国在世界上的形象和话语权都有直接的决定作用。政府如果高度重视这些事情，而且盯得细，问题就不大，质量就有保证，否则的话问题就很大。

（二）2009 年中国经济将得到极大改观

前面说过短期之内投资肯定会有成效的，但是现在学界对未来，尤其是 2009 年的经济和投资下滑的担心，主要集中在房地产和制造业这两个领域，因为这两块占全部固定投资比例 50% 左右，并且预计未来将呈负增长。但是现在的投资计划都是在交通基础建设方面，对投资方向怎么看呢？交通基建的投资会对房地产和制造业起到怎样的拉动作用？

笔者认为，目前交通基建的投资实际上对制造业来讲显然是有利的，它就是为了消化制造业过剩的产能，弥补外需的骤减，所以对制造业肯定有拉动作用。另外，从与房地产行业的关系看，应该是起到一定的互补作用，这些基础建设项目是在房地产行业出现一个周期性调整并且尚未结束的状态下启动的，是要弥补房地产投资不足导致的经济下滑。

那么，这两个行业在未来会出现负增长吗？对房地产来说，未来还能出台刺激房地产投资的一些救市措施吗？笔者的观点一直是房地产不会崩盘，但是价格会下降。这是因为大量需求还存在，包括新购住房、改善型住房以及投资性的需求。房地产实际上是支柱产业之一，事关大局。大家知道凯恩斯主义出来以后，基本上各国的经济底就是政策底。从这个思想来看，加上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国房地产业出现这么大的问题，中国对房地产一定会妥善处理的。从长远角度来讲，我们有大量的人口，又是一个人均资源量非常少的一个国度。房地产行业的长期发展趋势，那是毋庸置疑的，只是说需要把以前积累的一些利益链条的各种矛盾，比如说地皮太贵、房地产价格上升过快等这些东西消化完了以后，就会走入健康发展的轨道。这时刚好房地产的复苏可能就衔接上了本次政府拉动这一轮基础建设为龙头的经济增长。笔者觉得应该是这样一个思路，不要过度悲观，经济此起彼伏的现象是正常的。

对于中国经济未来走势的判断，前段时间集中在V型还是U型的争论上，但是现在更多学者倾向于认为中国经济可能是L型的长期低迷。那么中国经济最坏的情况可能会在什么时候出现？经济刺激计划如何在经济转型和经济增长之间寻求一个平衡？

关于这个问题，笔者不认同L型观点，因为中国经济没有那么悲观。实际上包括媒体近期对一些失业现象、一些企业倒闭现象，包括对发改委政策的一些解读，存在着很多误解，加大了社会恐慌心理。目前是信心经济，所以实际上使得我们的企业遭到的重创超出国外一些专家的想象。笔者认为这种情况是暂时的，会很快得到改善。

为什么这么讲呢？有一个概念叫“投资时钟”，比如说包括原油在内的原材料价格的暴跌，以及债券最近已经达到收益率非常低的程度，包括我们一年来的股市下跌70%多，这都表明市场的波动是“飞瀑断崖”式的下跌，基本上是短期内一步到位。这种下跌表明，市场的变化是非常急剧的，这就造成“投资时钟”加快，也就是说资金会在各个投资市场里快速流动。像原油价格出现非常罕见的下降速度，这样的降速把大家给吓坏了，笔者觉得它相当于风险的集中释放。释放完成以后，价值回归和市场的修复也会非常快。正是因为前面表现出来“投资时钟”加快的迹象，所以本次经济的见底和回升，可能都会早于以往历次经济危机。加之各国政府对本次危机的史无前例地集中营救，注入了非常值得关注的流动性，笔者认为U形复苏或V形复苏还比较容易接受。

低迷时间会持续多长呢？笔者认为半年后大家就会看到希望，从而变得乐观起来。尤其是中国的状况，从数据上来看，至少中国仍然是龙头，投资信心也好，相关的市场也好，会处于一个基本趋稳的态势，所以，明年中期左右情况会得到极大的改善。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

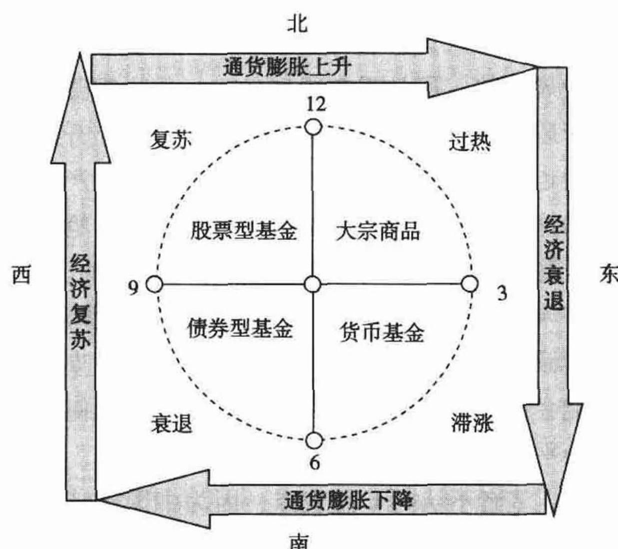


图 1－2 “投资时钟”示意图

（三）改善民生、增加国内消费是长远目标

首先，政府出台的这些措施，在刺激经济的增长和推动经济转型之间是否存在矛盾？矛盾是有的，但这是非常时期的非常措施，还是必要的。经济学者不能总是对什么东西都批评和挑剔，我们要重大局。目前的大局是什么？大局是百年一遇的经济危机发生了，中国经济同时遭受了消费不振、出口急剧下降以及投资的快速下降。投资方面主要因为房地产低迷，在这种情况下，如果不启动基础建设，政府不大力投资填补这个缺口，还能怎么办呢？所以大局首先是不容动摇的，中央的决策是非常英明和果断的，非常必要。

第二，应该对可能出现的弊端加以关注和防范。对于中国而言，我们需要转型，必须要克服和避免过度生产，减少对外依赖，减少资源消耗，增加创新和企业效率。另一方面，改善国民收入，提振消费，实现经济均衡和良性的循环发展。这些都是一个长远的目标。在本轮经济投入当中，以上的转型目标，实际上也应该逐步体现出来。比如说过去的投资，10 年前的政府和企业投入实际上更多体现在产能上，逐步把我国塑造成为了一个为对外出口而生产的经济体。在本轮投资里大家应该会看到有所不同，就是体现为改善民生。这么大的投资计划实际上本身就是增加企业的赢利、广大投资者的就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业机会以及增加劳动者收入。其实际上、客观上有利于达到改善民生、增加消费、实现自我循环的目的。当然了，这是一个长远目标，不可能在一两年内完成。一方面国家在大力搞建设，让大家投资，另一方面可能还要减税，实际上在每一个具体的行动上，逐步体现国家的长远转型目标，笔者认为应该给社会和政府一定的时间过渡。

确实，每一次危机都是一次机遇。但是有时候在危机面前可能实行的是“特殊时期采取特殊的举措”。十年前的危机也采取了针对当时情况下的一些特殊举措，譬如大力发展城市房地产，结果出现了大量泡沫。那么在解决这次危机中，在国家采取的举措里面，会不会留下一些“后遗症”呢？这是个很严肃的问题，需要靠国家主导，包括发改委的审批是非常要紧的。在现在的情况下，我们也注意到一些不良现象，比如说钢铁出口，还在提高出口退税率，这个就不健康。我国目前粗钢年产量已达到5亿吨，超过除我国外的前十大钢铁生产国的总和。钢铁生产是典型的高耗能、高污染行业，而且要消耗大量国外的铁矿石，之后再低价出口，有什么必要呢？从当前的角度来讲，不得不考虑它们的出口，因为中国其实最大的问题就是人口多，大量的失业发生的话，政府将承受巨大压力。所以没有理想的世界，经济学家所描绘的那种理想的天堂永远都不会出现，很多事情需要我们大家从现实的角度出发。

从长远角度来讲，在审批中应该注意不允许任何地方再上诸如钢铁类的盲目生产型项目。这是一个大原则，现有的可以维持，但这是底线。按道理来讲应该消灭一些钢铁产能，不让国外铁矿石再来卡我们的脖子，那是很不划算的。所以，这一次绝对不能让一些地方企业，趁着这次大型基础建设来投入诸如钢铁生产、建钢铁厂等盲目生产型项目，这是严重违背产业原则的事情，绝对不能干！

所以，笔者认为最主要的还在于政府控制。地方政府也好，企业也好，如果是为了私人利益违背国家转型和产业升级大政方针的话，一定会留下恶果，这是肯定的。但是这些东西不是经济学家或者某个政府官员单独能解决的，而是由社会大气候和政府总体执行力决定的。

（2008-11-25）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



国家战略决定股市方向

股市危急，责任重大，很佩服刘纪鹏等十名教授建议提振股市的联名上书。看了方案的主要内容，深有同感，切中时弊！笔者也一直认为股市振兴事关国家战略、事关消费转型、事关民心稳定，因此，强烈建议政府当断则断！

经济学家联名上书，是无奈之举，因此意义更为深远。内容在业内报刊发布，对稳定市场、听取反馈等也有积极作用，可谓一石双鸟，用心良苦。我们有理由相信国务院领导会重视业内专家的意见，股市专项救助措施有望陆续出台，届时市场面貌一定会焕然一新！诚如笔者在《很有必要无限期暂停新股发行》一文中所讲："当前紧急的经济形势下，务必要认识到，股价指数就是全国人民的信心指数和消费指数，而放任股市问题恶化就是放任股指下跌，放任股指下跌就是放任国民财富流失和消费增长放缓，就是放任政府稳定经济的政策效果付诸东流！"

做投资不能仅仅从技术分析的雕虫小技出发，更不能重复2007年在6000点上流行的趋势投资的错误，如今估值水平达到历史低点、严重背离中国基本面并可能对经济恢复具有重大影响的中国股市走向，一定是决定于国家战略层面因素。

笔者认为应该特别对机构投资者的操盘人强调一个理念，那就是**"战略高度决定投资成败"**。战略高度何来？第一，要力求对决定经济和市场的战略层面的因素全面权衡；第二，一定要超越现实看未来；第三，在中国要特别注意不要站在政府利益的对立面，相反要与政府政策导向保持谨慎一致；第四，一定要与多数人的非理性情绪反向思维。

十名教授的文章酝酿已久而且内容见诸报端，市场及社会舆论的总体反应还是比较积极的。而实际上，人们更期待政府对此的反应。中国证监会没有对此予以置评。据媒体报道说，这篇报告居然还没有正式报送证监会。故而，似乎情有可原。不过，这在一定意义上也暴露出了当今的证券监管部门与学界存在分歧和疏离。无论如何，这不是什么好现象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

著名财评专家叶檀说得很有道理："就像是讽刺，与十教授上书几乎同时，证监会主席尚福林先生在深圳接受记者采访时表示，大非政策不会变。两条新闻同一天出台，看上去像是打擂台。这也可以为如下奇怪现象找到答案，为什么要采用公开上书这种形式？推测是沟通渠道不畅。笔者跟一些学者交流，了解他们对于资本市场节节败退痛心疾首，在2008年年初的时候就对实体经济表示担忧，如今这些预言不幸一一应验。救市论就是这么尴尬，在年初抑制泡沫的声音中，显得杞人忧天；而在股指回落2000点之内，救实体经济尚且不暇之时，又显得不合时宜。两难处境就是中国资本市场尴尬境遇的典型反应。"

还有不少业外专家和市场人士发表了看法，都有各自的道理。不过，有些意见比较极端，而且还有乱扣帽子的嫌疑！"救市方案"显然不是十全十美，也没有十全十美的事情。例如个人认为，平准基金对于国内市场确实是非必要的，前提是倾斜的规则必须改变。你不能两边都不认账，任由二级市场的弱势地位愈演愈烈，让超过2/3股权分量的低成本的发起人股永远享受无风险暴利。这样的市场是不合理的，也难以维持下去。再退一步说，如果存量不好改变了，那么新股发行制度就必须改革，改革之前建议暂停发行，不能老这么错下去。

有些很不了解股市症结的专家，恐怕无法理解其中深意。笔者不明白他们为什么对自己并不精通的领域要如此急于发言。建议他们好好去研究一下什么叫市场制度性失衡？2/3低成本的发起人是绝对大股东，中小股东的意见就无法充分表达和被尊重。这是多症结的根源。基于制度失衡而影响市场稳定的极端案例那么多，应该得到重视。

有人把教授们从资本市场和当前经济稳定因素相结合的"急"归结于人家自私自利地在股市谋利益，更是有失偏颇。当然，有些人抓住了去年6100点的泡沫来说话，那确实是值得二级市场投资者深思和反省的。当时没有解禁股，很多机构和个人头脑发热导致股价过高，这是事实，但绝对不是目前拒绝改革的理由。无论如何，不承认市场制度性失衡是不对的，不改革也是没有前途的。大家都可以等待，等待更多人觉醒。希望不要因为这个缘故就把股市打到很多人所说的1200点去，到那个时候再来谈措施，恐怕就为时已晚了。希望二级市场的投资者不要再为此付出更大的代价。笔者认为，在股市规则不变的情况下，金融资本的选择只有做震荡市。

目前必须承认股市过度低迷，而且这对经济转型也确实不利。不要误解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说呼吁救市就是呼唤泡沫。大家之所以容易争吵，就是因为经常曲解别人的意思。真理前进一步就是错误，所以，不能把自己偷换来的概念当做靶子。另外，国际市场的动荡，也值得高度重视。如果中国真的有信心，就要及时稳定内地和香港的资本市场。当很多国企股票的市场价格纷纷跌破发行价，实际上，已经具备了收购价值。中国不救市，相当于就是又在海外低价发行了一次，捡到便宜的还是外国人，国内多数投资者只能望洋兴叹！

我们只能希望高层具备卓越的决断能力。前期大型国企在海外的投资也连连出现重大失误，实在令人扼腕叹息。最近的案例就是中国铝业购买铁矿石股权以及中国高位储备铁矿石巨亏900亿人民币。与其如此亏损，为什么不能去买港股？

无论如何，既然已经见报了，经济学家的观点也就为社会所知了，包括监管部门，也包括政府的更高层。因此，还是觉得，富有战略意义的建议还是会得到应有的重视。最主要的是，历史也将对此加以评说。

笔者一直以为，没有理性的世界，只有机遇的把握。中国可能一时错，但不会永远错，一旦改革决策实施，定能特立独行。**今后的事实将会继续证明这一点，原因很简单，有战略必要而且有能力去做的事情，政府不会不去做的，如果形势需要，还会做得超出一般人的想象。**所以，笔者多次强调，目前做空股市就是做空中国，在目前机构和个人都亏损累累的情况下，做空简直无异于自杀。

（2008－12－01）

宏调精确制导　政府能够挽救危机

两个利好消息出台：一则是“国务院常务会议部署并出台促进房地产市场健康发展措施”；一则是“财政部：明年1月1日起进出口关税税则将进一步调整”。

国务院常务会议指出，近期国家采取扩大内需、促进经济平稳较快增长的政策措施，已对房地产市场产生积极影响，不少城市商品住房成交量有所回升。当前，要坚持住房市场化基本方向，坚持对低收入住房困难群众实行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

住房保障制度的原则，加大政策力度，加快保障性住房建设，进一步鼓励和支持住房消费，保持合理的房地产开发投资规模，促进房地产市场健康发展。关于加大保障性住房建设力度，会议决定，对已贷款购买一套住房但人均面积低于当地平均水平，再申请购买第二套普通自住房的居民，比照执行首次贷款购买普通自住房的优惠政策。对住房转让环节营业税暂定一年实行减免政策。其中，将现行个人购买普通住房超过 5 年（含 5 年）改为超过 2 年（含 2 年）转让的，免征营业税；将个人购买普通住房不足 2 年转让的，由按其转让收入全额征收营业税，改为按其转让收入减去购买住房原价的差额征收营业税。

关于引导房地产开发企业积极应对市场变化，促进商品住房销售。支持合理融资需求，加大对中低价位、中小套型普通商品住房建设特别是在建项目的信贷支持，对有实力有信誉的房地产开发企业兼并重组提供融资和相关金融服务。按照法定程序取消城市房地产税。

突出的感觉是，房地产和出口目前是事关全局的大问题，政策来得及时而准确，仿佛战争中导弹的精确制导，指哪打哪，不偏不倚。

回顾近两个月以来的宏观调控政策，累积效应越来越大。尽管都不可能立竿见影，但是，其见效的平均周期大致在 3 ~ 6 个月，这恰好是股市提前于经济走势的周期。从这个角度看，对股市悲观仍然是没有意义的。

市场的分歧很大，总体看，正规军如基金者，似乎很难从熊市的梦魇中苏醒，造成近期市场比较疲软。加之不良学者过多，抵消了不少重大稳定政策的利好效应。一直以为，在信息和信心经济时代，这是个值得高度重视的事情，有关部门似乎很有必要采取一些有效措施，兴利除弊，稳定人心。

资本市场的稳定，有着突出的意义，这个道理不必多讲，国务院最近对此也有明确指示和政策。

市场就是市场，信心不易逆转也在预料之中。只是，如果真的相信经济学原理，真正谙熟资本市场的规律，那么，请不要轻易忽视宏观政策的长期效应，否则就真是执迷不悟了。

希望 2007 年上半年“5 · 30”之前“群狼吃虎”的局面不会重演，不过重演也不是什么坏事，至少这次政府是十分欢迎的，肯定不会刻意打压了。而且，从我国居民储蓄的规模和结构来看，中国民间资金对资本市场走向的确是具备决定性力量的，什么时候出现质变，那只是时间早晚的问题。就现在的情况分析，这些资金恐怕还很难对公募基金有信心和好感。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有消息表明有些人对中央政策的决心表示怀疑，例如说：肯定问题很严重，所以才如此匆忙地出利好。这倒是一个看问题的思路。不过，经济有多坏，并非所有人都不明就里。经济学的本身并不复杂，更复杂的是人本身。换个思路看，问题还是这些问题，现实还是这个现实，假如政府不如此高效地出台救助政策，市场中人又该作何感想，作何应对呢？

政府积极应对的原因，还可以从两个积极方面来看：第一，中国经济稳步增长的战略意义太过重大，所以不容出现快速下滑；这是国家利益，关系到中国未来在世界的地位和影响。第二，政府是有意在向悲观势力宣战。为什么这么说呢？货币战争和金融阴谋论，大家都了解的，以中国经济的实力，实际上市场不应该悲观若此，但现实并非如此，市场很低迷，信心很低沉。这中间难道就真的没有潜藏的力量在作怪吗？虽没有根据，但很难说没有。中国古语说：与其能防，不如能化。现在的政策十分积极，是很必要的。央行已正式宣布取消自2007年年底来对商业银行实施的信贷限额，并鼓励商业银行在年底之前发放约1000亿元的新贷款于基础设施建设。同时，新颁布的“金融30条”明确了明年广义货币供应量（M2）增长17%的目标，市场人士测算明年银行信贷资金新增量大约5万亿元。

无论如何，最近的空头或许有些烦恼了。今后会发生什么，谁也不可能完全预知。也许还会有人利用政策利好加紧出货，市场还会再度被打压下来。老实说，存在这种可能。不过，笔者还是相信，这一定会为更多资金提供机遇。

中国的市场还没有到政府不能掌控的地步，股市的过往，尤其说明了这个道理。境外市场美元如期下跌，原油期货价格也已经到达40美元以下，没有什么可跌的了，其他大宗商品市场也有望逐步回稳，能源矿产股等将带动股市渐趋稳定。中国不当领头羊，也不能拖后腿吧。

为阻止经济进一步下滑，美国联邦储备委员会16日决定将联邦基金利率下调到0～0.25%的范围，并表示将通过一切可以利用的途径来应对金融危机和经济衰退。在这方面，中国政府是不会拖后腿的。

（2008－12－18）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有必要过分忧心货币收紧

社会和舆论对“肉、蛋、菜、粮”的价格上涨过分关注，为何不更多对比一下房产价格并呼吁政策纠偏呢？粮食价格一直偏低，猪肉养殖户刚刚脱离亏损边缘，很明显，食品价格上涨仅仅是“小荷才露尖尖角”，哪里值得如此大惊小怪？

通货膨胀？那是必然，是全球货币政策和经济周期的必然，是资产膨胀和上游商品走牛的结果。未来3~5年整个世界都将遭受通货膨胀的洗礼，没有谁能改变这个趋势。然而，现在的通胀还在山脚下，甚至在地平线以下。

在这个时候，看到不少专家在呼吁“防通胀”，笔者感到没有那么严重。

首先，还不到通胀的时候，本就不很重要的CPI目前还是负数，等到了3%以上再说吧。其次，怎么防？你要中国先于美国而升利率吗？那很不明智——利率升高导致的汇率升值将成为压垮中国经济极度生产过剩的最后一根稻草！最后，中国的存款利率和准备金率水平相对世界主要国家，已经很高了！

不要忘记，美联储是全世界的央行，各国货币政策的自由度极其狭窄。目前除极个别国家，如以色列外，全球主要经济体的货币政策无疑将看美国政策和美元走势的脸色，谁敢乱动都可能引火烧身。未来必将证明，全球通胀是弱势美元的产物，不是哪个非美货币的货币现象，也自然不是哪个国家可以单独控制的。

中国经济在回升，没有错，趋势也不会变。但是经济中的不协调、不平衡和不稳定因素，是显而易见的，排除国际因素，中国自身就需要一个相对较长时间的宽松货币政策“放水养鱼”，没有必要对货币政策收紧过于忧心。

最后，信贷比上半年回落是正常的，我们关心的是：流动性存量已经足够丰沛了。

（2009-08-28）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



经济转型的五大保障
——兼论收入分配改革的核心作用

我国经济摆脱过度地外向依赖并实现向消费转型的自我平衡，既是世界经济危机的被动选择，更应是主动的战略调整。为此，政府需抓住时机、创造条件、积极稳步地推进各项改革，加快这一事关长期稳定和可持续发展的重大转变。

实现消费的稳步增长是一项系统、长期而艰巨的任务，需要主客观条件的共同配合才能顺利实现。笔者认为，持续提高全民消费水平，以下五点是必不可少的，即：①国家适当放权让利；②持续提高国民收入；③系统改善社会保障；④培育新的经济增长点；⑤保持物价适度上涨，其中持续增加国民收入是未来牵一发而动全身的核心政策。

（一）国家适当放权让利

现阶段改革的大背景是什么？是在国家、企业和居民间的初次分配已经严重失衡，致使“国富民不强”，因此国民消费水平也严重落后。以 2007 年为例，我国居民消费率仅为 35.4%，比发达国家低了 30 个百分点，也是改革开放 30 年来的最低点，比历史最高水平 1985 年的 52% 低了约 17 个百分点。还是 2007 年，GDP 增长 11%，财政收入却增长了 30%。也有数据（陈志武教授的研究）表明，包括土地和国有企业在内，约 3/4 的资产性财富集中在国家手中，只有 1/4 在民间。

政府和国企掌握了越来越多的财富和资源，他们或是长期积累，或是持续扩大再生产，导致巨大的社会财富在所谓的上层长期空转，像一家从不分红也从不注重改善员工福利的上市公司，害苦了辛苦劳作的企业职工和一样拥有所有权但没有支配权的中小股东。民营中小企业虽有发展但一定程度遭受融资和政策歧视，可谓举步维艰；大众福利改善速度也因此一直远远落后于国家财政收入增长水平。这一切直接导致了全民消费的缓慢增长。如果说这是前 30 年谋求快速稳步发展所不可回避的结果，那么目前，尤其是危机前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，国企规模、外汇储备、财政收入与支出等都达到了超常规的历史最高水平，表明我国的财富结构和社会结构已经严重失衡到了不能不变革的时候。

究其根源，就是过于强调了效率而忽视了公平，过于强调了国家、企业和政府，却严重忽视了劳动者个人及民生问题。盲目地追求经济规模和发展速度，牺牲了部分民众的利益，造就了少数人的特权和暴富，这在减轻政府负担的同时，却弱化了社会公正和民生主旨，导致如今公平问题正在损害效率的现实。

所以说，经济要转型，社会先要转型；所以说，转型必须自上而下，而不是自下而上。国家的放权让利是经济转型的首要保障。

这里的放权有两层主要含义：一是从“大政府”转变为“小政府”，这就需要简政放权、大幅压缩目前庞大的政府开支，政府应放手让市场自行调节，包括现在看似非常难解的“结构性调整”。二是加快“国退民进”，逐步减少非必要的国有经济成分，坚决削弱国有垄断，打破高度垄断行业的民营禁入，消除明里暗里的竞争壁垒。

国家让利的含义主要是减税，但不仅仅是减税，还包括更为鲜明地区分公权与私权，在诸多领域“不与民争利”，也包括政府逐渐减少对社会财富资源的掌握和垄断，努力做到“还富于民”。就税费负担而言，我国企业的税费负担率约为31%，国民经济的税费负担一直偏重。2007年GDP总值25万亿元，而政府全部收入为9万亿元，占36.8%，排名世界第三位。2008年我国年度财政收入超过了6万亿元，是10年前的6倍多。

放权让利的同时，政府完全可以加大目前偏低的负债水平，以政府信用承担未来责任，为当代民众谋求应有的福利。

（二）持续提高国民收入

国家放权让利是提高国民收入、扩大民众消费水平的基础，是调动群众积极性和创造力的重要条件，是居民财富增量的主要来源。同时，国家减税让利是企业提高职工待遇的一个重要前提。

提高国民收入应是一个普适概念，但重点还是逐步提高城乡中低收入人群的生活水平问题。按照日收入低于1美元的国际标准，我国绝对贫困人口可能会达到8000万人，这是一个非常严峻的现实问题。

党中央、国务院对收入分配体制改革非常重视，2009年5月底国务院批转发改委《关于2009年深化经济体制改革工作的意见》，已经将有关事项纳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入计划之中，《关于加强收入分配调节的指导意见及实施细则》① 也有望不久后出台。

在操作上，建议要讲究结构调整、缩小收入差距。以2008年统计公报为例，城乡之间，全国农村居民人均纯收入与城镇居民人均可支配收入之比为1∶3.3；地区之间，以农村居民人均纯收入为例，西部的贵州与东部的浙江之比为1∶3.3；行业之间，最高的金融业收入水平达40312元，是全国平均工资的2倍，其29.6%的增速也居各行业之首，比全国平均增幅高出11.3个百分点。不过收入改革很特殊，总体来看，随着时间的推移，各阶层都应有合理的增量，而不是简单地“劫富济贫”。

资料表明：从1997年到2007年间，劳动报酬占GDP的比重从53.4%降至39.74%。1992年居民收入的GDP占比为68.8%，2007年只有52.3%，16年下降16个百分点；与此同时，政府和企业收入上升16个百分点。由此可见，迫切需要提高日益下降的劳动者收入比例。

建议逐步提高群众的财产性收入比例。这需要不断扩大资本市场的影响力，保持股市、商品和房地产市场的基本稳定，不断拓宽适合普通群众和民营经济的投资渠道。

在收入改革方面，利用税收杠杆的调节作用，消除贫富差距过大的现象，在一定程度上实现财富的合理均衡化。据人民网报道，中国约占总人口20%的富人，上缴的个人所得税还不到全部所得税收入的10%；而在美国，将近50%的工薪阶层只承担了联邦所得税的5%，10%的最高收入者承担了个人所得税的60%多，1%的最高收入者承担了30%多。为了消除两极分化，建议仿照国外的超额累进税率适当开征最高不超过20%的遗产税——国外遗产税一般会在40%～60%。

在资源行业，建议继续加征资源税和暴利税，强化社会责任，消除暴利和过度开发，避免资源浪费。对垄断行业要显著提高利润上缴水平，作为弥补政府减税损失的重要来源；对国企高管的工资和福利，要进一步区分管理者的真实能力和实质性贡献因素做出合理限制，严堵灰色收入漏洞，维护社会公平。对于房地产市场，政府应注重税收调节，目前热议的物业税应可慎重考量推行，以打击房产炒卖和囤积行为，防止房价快速上涨，减轻普通民众的生活和消费压力。

---

① 截止到本书截稿，仍在政策调研中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在股市，针对自然人发起股东，要坚决开征“原始股收入个人所得税”；要强制上市公司分红；努力保持市场的稳定性，避免大起大落；采取有效措施避免过度融资和高价融资，消除股市掠夺行为，扎扎实实地培养起一个广大的中产阶级，把中产阶级塑造成一个稳定的社会中坚群体。

对于公务员队伍的收入调节，要重点考虑经济快速发展和强势政府对公务员财富心理的影响，在坚持奉行和实施“高薪养廉”的同时，坚决加大腐败查处力度，从根源上消除腐败的内在动力和外在诱因，改善社会风气，维护社会稳定。

农民收入提高的主要保障恐怕还是稳步提高粮食收购价格，因为经济危机已经导致农民工的就业情况不容乐观，并且，在连续5年农业大丰收后，单纯靠增产增收是不现实的。如果未来数年粮食价格持续下降，农民增收问题就会相当严峻，很多社会改革将因此难以推行。在国民收入普遍提高的预期之下，农产品价格的下降走势很难想象，千万不能因此打击广大农民的生产消费积极性。

只有收入预期的稳定和提高，才能激发人们的消费诉求，提高他们的消费能力，提升多数国民的幸福指数。

（三）系统改善社会保障

社会保障不足一直是困扰我国社会的一个主要问题，亟须在老龄化到来之前得到充实和完善。社会保障问题改善后，居民的后顾之忧才会消除，消费自然也就增加起来了。

2009年6月19日，财政部等四部委联合下发了《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》，其中规定：“国有股转持是指股份有限公司首次公开发行股票并上市时，按实际发行股份数量的10%，将上市公司部分国有股转由全国社会保障基金理事会持有。”这项政策安排会较快地充实社保基金，这是国有资产向居民社会福利转移的一个重大举措。随着社保基金转持国有股权的不断增加，这些资金有望逐渐间接转化成社会居民的消费能力。

农村的社会保障以及基础设施等也必须快步跟进，农民的社会福利和自主创业应该受到重视和鼓励，应进一步鼓励土地流转，逐步消除户籍制度，最终缩小城乡差别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（四）培育新的经济增长点

近年来，我国的服务业发展相对滞后，按照国际同等标准，一般一国人均 GDP 达到 3000 美元，服务业可创造 60% 的生产总值，容纳 60% 的就业。

在一定意义上，经济转型就是产业转型，产业转型可能改变财富结构，还会催生新的经济和消费热点，带动居民个人的消费能力得到更大程度地释放。服务业不但可以提供大量的就业机会，增加居民收入，而且会逐步改变工业生产盲目增长的局面，减少资源的消耗并提高居民生活舒适度。

初步预计，未来的消费热点将诞生在生活服务业、互联网、新能源、娱乐业、教育产业等，而生产制造及其制成品行业有可能逐步弱化。随着消费增长带来的储蓄率下降，进而将导致投资在 GDP 的比重逐步下降。随着绿色经济概念的深入人心，未来 GDP 崇拜和盲目发展将会得到一定的遏制。

（五）保持物价适度上涨

传统观念来看，物价上涨似乎总是万恶不赦的，为传统经济学者和政府人士所深恶痛绝，一向采取严防死守的政策。然而，在通货膨胀已经看似不可避免的时候，我们其实更应该考虑善加利用。

物价下跌会遏制消费增长，相反，适当的物价上涨会刺激社会消费需求。笔者认为，根据消费者的消费习惯，甚至可以说，源自世界各国超级经济刺激计划并很有可能持续 3 ~5 年时间的通货膨胀，其实为中国的消费增长及转型提供了一个良好的历史契机。物价上涨既是消费增长之因，也是消费增长之果。没有物价上涨相伴随的消费增长自然是好事情，只怕难以实现。不过，我国多年的重农政策，已经提供了充足的粮食储备，这将在一定程度上避免出现粮食短缺危机和物价飞涨。尽管如此，粮食价格也要保持基本稳定甚至是小步上涨，否则也会继续拉大城乡差别并有可能埋下粮食危机的种子。

短期来看，刺激消费需求可在一定程度上缓解生产过剩的矛盾；长期来看，通货膨胀倒逼下的消费增长，会让先行消费的个体获得优势，从而产生带动效应，进而适度改变居民的消费习惯和生活观念，这对经济转型是难能可贵的，值得善加利用。

人民币未来的国际化客观上需要一个或许应该秘而不宣的宽松货币政策期，这有利于减弱人民币升值的压力，对于我国出口的稳定和恢复大有裨益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果真如此，意味着适度的通胀预期越来越现实和有利。

综上所述，国民收入分配体制改革的取向是明确的，群众普遍寄予厚望，应该成为未来的政策轴心。笔者认为，这一政策执行难度是可想而知的，必须采取法律、市场和行政相结合的手段综合推进，至于未来究竟力度如何，则是对各级官员“执政为民”还是“执政为政”的一项综合考核，是决定2020年和谐社会是否能够顺利实现的问题。无论如何，一定要认识到，国民有权分享经济增长和社会繁荣，结构矛盾及社会公平问题必须解决，未来持续增加居民收入是大势所趋、形势所迫——我国经济和社会转型的内在要求所决定的。物价是否上涨已经是一个次要的问题，不能因小失大。同时，这项长期政策一旦铺开和推行，对未来经济各个领域的影响都是不容忽视的。趁现在国家财力雄厚、社会稳定、经济尚未走出低谷并且通胀尚未来临，应尽早启动有关改革，万万不可像过去的很多政策一样，错过了最佳时机而导致长期被动。

(2009－09－29)

如何看待中国楼市

在2009年的快速上涨后，部分一线城市房价已经轻微泡沫化，受到政策性抑制，2010年出现滞涨的可能性较大；预计房地产行业将向二、三线城市深度挺进，这些地区的房价也有进一步的上涨空间；总体来看，中国的城市化正处于加速阶段，加之土地资源有限以及土地价格的形成机制，在全球最为突出的流动性充裕推动下，中国房地产行业在2010年虽将承受一定的压力，但还不会出现长期的拐点，经过短期发酵后，中期仍能继续走强，但长远来看，要谨防严重的泡沫化。

美国《福布斯》杂志在最近的封面文章《中国的泡沫》中说：“中国地方政府通过国有企业贷款来为自己提供资金；地方政府出售天价土地给地方拥有的公司来筹集资本；中国人民银行在整个系统的流动性充足，使得美联储显得像个吝啬鬼。”《福布斯》杂志援引美国西北大学中国问题专家维克托·施的话说：中国经济实际上是“一个庞氏骗局，主导的是中国的央行，而且它还可以印钞票”。这篇文章还警告说：“11月下旬，中国宣布货币和财政宽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

松政策将持续到2010年。可以想象中国市场反应的欣喜若狂；而外国经济学家则看到十几年前俄罗斯和巴西金融危机前曾出现过的同样乐观情景。"

《华尔街日报》援引耶鲁大学金融学教授罗伯特·席勒的话说：中国的房地产市场似乎缺乏一个像美国大萧条一样的坏"故事"。"仔细分析，你可能得出的结论，今天的中国经济和20年前股票市场和房地产市场崩盘的日本非常相似。中国出现投机性借贷和投标热潮，如果价格暴跌，将出现无法支付的地狱。"他们认为：泡沫终究会破灭，但它往往比你预想得坚持更久。所以破不破从来不是问题，真正的问题是什么时候破。

以上的说法是局外人对于中国的一种警醒，笔者个人认为：当今政府已成为经济的主导者和市场的重要参与者，责任重大、关乎兴衰。但中国诸多敏感政策受制于美国经济和货币政策，万分复杂，所以接下来的博弈各方均须十分谨慎地加以应对。个人认为，明年市场将提供给政府一个给房地产市场主动降温的最佳时间窗口。当然是否彻底戳破泡沫，这取决于美元政策，中国至少应该赶在美元加息之前遏制资产泡沫化，否则后患无穷。

至于中国经济的"庞氏骗局"说，有其偏激之处。不过，中国经济最大的隐患现在其实已经十分清楚，那就是政府和国有企业对经济的参与和主导性已经过于突出。美国经济又是不是庞氏骗局呢？美国一直在源源不断地向全世界输出日益贬值的货币，换取国内不可持续的所谓繁荣并且至今还在致力于以此逃避庞大的债务，更加令人难以理解的是，很多国家明知内幕却一直趋之若鹜。从这个意义上来说，似乎当代世界经济之发展都有其盲目性。不过问题的根源就在于利益所在，谁愿意主动牺牲自己的利益而戳破谎言呢？中国的救市国策远超美国，其实就是一种国际策略，尽管有泡沫化和暂时继续失衡的弊端，但却是对中国整体利益以及社会稳定的保护。历史上各国政府在经济面对显而易见的巨大挑战时刻，无一例外地都做出了尽量延续繁荣的政策选择。以上这个思路让笔者更加倾向于认为：中国房地产的生命力可能会强于现时的各类悲观预测。众所周知的一个事实是，房地产市场的剧烈震荡和泡沫破灭对任何国家而言都意味着增长的终止和市场的灾难。在中国城市化进程的加速阶段，中国的房地产任重道远，尽管价格高企的现象值得谨慎治理，但还没有达到需要"一棍子打死"的程度。

中央加大经适房、限价房、廉租房建设和供应的思路，其实就属于"市场的归市场，政府的归政府"，这种相对缓和的措施倒是比较稳妥的，关键在于其进度究竟如何、价格究竟如何。老实说，这件事情如果再落不到实处，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果再被某些不法之徒所利用，那么，就会损害政府的信誉，并很有可能在房价整体上涨后期成为民愤焦点。故此奉劝，各界都要谨慎处置，“老实经营”，不要最终把房地产行业最终演变成更加令人揪心的社会问题。

(2009－12－28)



上调准备金率解决不了根本问题

中国人民银行决定，从2010年1月18日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。此次调整后，大型金融机构（工、农、中、建、交）的存款准备金率达到16%，中小银行（不含农信社）的存款准备金率为14%。这是央行自2008年年底宣布实施适度宽松货币政策之后，首次上调存款准备金率。

周行长其实不久前已做过暗示，但没有想到的是居然动作这么快。

有句话叫做“相见不如怀念”，有时候政策也是如此，让市场牵挂着反倒非常有效。物业税政策就是个例子——嚷嚷很多年了，但每次嚷嚷都管用，管用就好，不一定急着实施。

CPI数据才刚刚抬头，所以说实际上确实有点早。央行政策看似有些急于走到前台的意味，背后的原因可能是CPI压力太大以及有些商业贷款冲动过强，从长远看，恐怕也有防止房价过快上涨的目的。另外，上月外贸出口数据的强劲回升，似乎为央行采取紧缩政策提供了一个重要参照，即经济复苏和2010年GDP的增长比较有把握了。

银行贷款冲动似乎应用窗口指导更有效、更灵活。存款准备金率已经不低了，现在开始上调，后边怎么办？所以有一个判断：这只靴子慌忙落地，下一只靴子恐怕要等很久才会出来，谁若真的惦记起来，恐怕就难免会劳心费神。

从国际和国内经济环境来看，未来通胀的压力会很大，正因如此，在使用货币政策工具方面需要节制才对。一家之言，仅供参考，到此为止。

有关抑制房地产价格过快上涨的举措已经产生了恰到好处的市场效果，甚至房地产股票一下子跌了30%还不见底，这就是市场预期已经扭转的最好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

见证。

对市场最有影响的恐怕还是美国的货币政策，在美国尚未加息前，存款准备金率只能算是一个警告，即便轻微地加息，也不一定在市场上出现立竿见影的效果，何况没有加息。

准备金率调整与否，银行都不应盲目放贷。不过面对贷款企业左右手打出的贷款招牌，银行也难以有效抑制巨额的贷款，例如："国家重点项目"、"战略投资"、"民生产业"、"区域发展"、"产业振兴规划项目"等，整个国家都在大干快上，地区之间更是争先恐后，贷款如何降得下来呢？

贷款之所以猛增的另一个原因，就是银行本身的利益诉求过强。这时候央行需要办个学习班，评估形势并明确告诉各银行：多余的贷款都存回了银行或进入虚拟经济，市场并不需要贷出那么多的钱！可是银行需要利润，因此一边喊着资本金紧张，需要大额融资等，又一边不听央行的警告而毫无节制地追求存贷款差的高利润。不禁要问一个和房地产市场同样的问题，那就是：到底是谁在投机？

一个存款准备金率的调整似乎不能解决根本问题，银行的贷款和融资问题确实很值得中国资本市场认真反思。再这样下去，宏观调控即便再多，恐怕效果也是有限的。证券市场也就真需要继续冷落银行股了——确实不能盲目地追捧这些银行股，否则价格超高了，不想融资的也要融资了，市场价格不温不火的就挺好。

市场也期待着听听各大银行的大股东们如何评价当前银行的这些做法。

(2010-01-12)



结构调整的难点及四个决定因素

目前经济和产业结构的矛盾，大家都比较清楚了。中央的精神也很明确，最近工业和信息化部李毅中部长谈得也比较具体。

但是结构调整历来就是一个非常困难的问题，很多国家都是眼睁睁看着危机发生后，被动调整产业结构，很难主动完成。

个人认为，其主要原因是既受到原有体制惯性的制约，又面临既得利益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主体的巨大阻力，还有就是新技术、新产业有一个形成或培育的过程。所以，社会很难形成有效的推动力量来主动完成调整，或者说大家都缺乏主动性，毕竟谁愿意自己革自己的命呢？

例如地方政府，主动调整会带来人员安置和重新上岗的问题，他们需要一个准备和适应过程；再例如，各有关行业或部门会怎么想？他们会互相观望并与政策博弈，都不愿意第一个做出牺牲；又例如企业本身，这些搞经营的人不可能是万能的，他们不便离开自己的领域，或做比较大的跨越，出于利益的考虑，他们会尽量延续原有的生产和经营模式，不愿意转行或增加自己的成本，所以很多情况下，只有等待“撞南墙”。

个人认为，结构调整和经济转型是一个较为长期的过程，不可能一蹴而就，中国可能需要 5 年、10 年甚至更长的时间。

最终有效推动结构调整和经济转型，可能需要来自于各个方面的合力，突出的有这样四方面：

第一，外需减少——西方主要国家消费不振；国际贸易保护主义逐渐兴起；全球化退潮；人民币升值。

第二，生产成本提高——国内经济转型和社会稳定必然需要逐步增加国民收入水平，反过来提高生产成本。

第三，资源税和环境税——抑制盲目地低效出口生产，政策扶持服务业。

第四，科技创新水平及应用——在某种程度上，中国的转型可以概括为“从低端生产向高端生产”演变，这就需要各行各业的科技创新及推广应用，否则，转型不会成功，甚至中国崛起之路会意外终止。

（2010－02－22）



中国房地产只能软着陆

2010 年春季，由于房价走势坚挺，全国房地产市场何去何从，再次成为各界关注的一个焦点问题，笔者试图从以下几个方面阐述一下个人看法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（一）土地财政的由来及其影响

1994 年的“分税制”改革后，地方财力开始下降，事权和支出却出现增加趋势，各地方政府于是千方百计扩大财收来源。其中主要是利用投资扩大增值税收入。为吸引投资商，地方政府争相压低工业土地价格，甚至不惜零地价出让。这种模式直接导致各地普遍重视规模扩张而忽视了投资效率。

1998 年房改之前，土地一直是非常廉价的生产要素。1998 年住房制度改革后，高度垄断的土地开始升值并日益深刻地改变着中国社会的财富格局，由此，财富开始源源不断地由居民向政府与企业转移，地方政府的财政问题终于找到了一个可靠的出口。2004 年实行国有土地的“招拍挂”制度，土地价格开始发飙。国土资源部数据：1999 年以来，中国土地出让总收入已达 6.9 万亿元人民币。其中多数为 2004 年土地出让实行“招拍挂”以来所得。截至 2009 年 6 月底，全国 84 个重点城市处于抵押状态的土地有 284 万亩，抵押贷款总额也高达 2.1 万亿元人民币。

住房用地收入渐渐成为多数地方政府的支柱性收入，土地价格与房价近十年来的节节攀升，地方政府无疑是受益方。不过取之于民又用之于民，房地产的兴旺有效地支持了地方经济的发展，尤其是城市建设和公共事业。过低的工业用地实际都是由农业用地转变而来，这就自然形成了用农民和城市居民的财富来补贴工业企业的格局。

（二）房地产市场短期过热

国土资源部所属的中国土地勘测规划院最新研报显示，2009 年全国居住用地平均价格为每平方米 3824 元，是 2001 年 961 元的近 4 倍；住房平均价格为每平方米 4474 元，是 2001 年 2017 元的 2.2 倍。由于房地产市场的区域性差异比较大，以及统计环节的诸多偏差，导致公众一度对房地产行业的官方统计数字产生质疑，认为缺乏可信度，尤其是认为房屋价格及其涨幅的统计，以及房屋空置率和开发商的利润率存在有意无意的低估低报。

共识较多的是房价收入比严重失衡。联合国标准是 6 倍于家庭年收入，我国大城市超过 20 倍；租金房价比严重失衡，低于一年期银行存款利率属于普遍现象。

住建部副部长最近说：我国是世界上每年新建建筑量最大的国家，每年 20 亿平方米新建面积，相当于消耗了全世界 40% 的水泥和钢材，而只能持续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

25～30年。这也是一个过热的明证。

房地产是外来人员的“城市门票”，不过这张门票的价格上涨得过快了，尤其近期更有过热之嫌。笔者在北京亲自调研了几套房产，情况如下：奥体东门老房的5年6倍——1997年房改时成本价每平方米1450元，当时总价10万元，2005年售价30万元，目前价格为180万；奥运公园北观景园小区新房的1年1倍——2007年购价100万元，2008年一度被套，2010年已经达到了220万元；通州某房产成本比较——2006年成本价2280元，如今周边价格每平方米超过23000元；河北三河期房的1年1倍——2009年年初单价4000元，2010年年初单价8000多元；望京商用楼价格尚属低迷——2007年15000元/平方米，至今22000元/平方米。

在房价似乎已经“上不封顶”的时代，判断目前价格是否过高以及短期涨幅是否过大，一个朴素的标准是：把不劳而获的房地产增值与社会劳动收入做一下简单的对比分析。对于很多拥有多套住房的大城市家庭来说，房地产增值的账面利润可能已经是现有家庭年收入的十数倍或数十倍了。这样的利润如果折算成工薪阶层的劳动收入已是非常可观！但是“央企地王”给了持有房产者更多的财富幻想，在一定意义上推升着房价继续走高。依笔者之见，“地王”的买家们一般都会经历“先买后套”的波折，不是什么好现象，甚至短期可理解为投资的反向指标。

（三）两手调控房地产：为穷人盖房子、让富人做贡献

贷款炒房在我国很有市场。与贷款建房不一样，贷款炒房没有劳动和价值创造，应该加以限制。说“中国住房是投资品不是消费品”，这是不负责任的，缺乏政治高度和人文思想。在国外，居住权是重要的人权之一，住房炒作和长期闲置多被课以重税。

2009年年底五部委将土地出让金首付比例提高至50%；2010年1月10日的“国十一条”内容直指高房价，实行地方首长问责制，“招拍挂”也正在探索“土地出让综合评标方法”。目前首次购房者的按揭贷款利率优惠减少；二套房首付比例提高到40%，利率优惠取消；三套房首付比例提高到60%，银行可自行调高利率。公共租赁房、经济适用房、限价房等保障性住房都在加大投入，2010年中央投资安排的保障性住房建设资金632亿元。

未来对炒作房价行为的遏制应会升级，重庆市拟对达到普通住宅均价3倍的豪宅征“特别房产消费税”，方向很对，是一个非常有益的政策尝试。但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投机的被动降温究竟能使得房价下降多少，颇难预计，只知道土地紧张和土地财政问题会制约房价的过度下降。

只要未来能真正做到“政府的归政府，市场的归市场”，中国其实并不需要推倒重来的“二次房改”。未来低收入阶层可享受政府的保障房，有能力的富人尽可购买单价10万元以上的豪宅，这本身也是在对社会作贡献。政府以后者的财税收入补贴穷人，那是政府的职责所在。实现社会和谐，本来就需要各得其所。

短期看由于货币政策可能出现反向变动，加之政府打压房地产投机行为，上涨过快的房价可能会在未来两年出现一定幅度的回归。不过一旦未来“政策退出”之事尘埃落定，在两三年后的低谷时期，中国房地产市场应该还会伴随城市化进程而东山再起。假如届时保障性住房制度得以成功推广，会对房地产价格起到更为明显的制衡作用。

（四）房地产行业仍具长期发展潜力

我国房地产业已经形成了根深蒂固的产业利益链，加之城市化进程还在加速、人多地少的固有矛盾仍将延续，决定了中国房地产市场还有可持续的发展空间。

房地产行业与银行业唇齿相依，在我国经济领域中处于支柱和命脉地位，当前的扩张政策更是有效减缓了国内的生产过剩矛盾。鉴于房地产价格泡沫中的外资炒作成分较低，所以政府更是不便针对房地产下狠手，相反，会在关键时刻出手相救——2008年中国政府对房地产的火速救助令人印象深刻。

日本“失去的20年”有三个主要原因，依次是：日元过度升值，适逢城市化结束，进而遭遇人口老龄化。据悉近20年来，日本房地产价格以年均约为7%的速度下降，租金收益率勉强抵消房价的下跌。不过日本房地产开始见顶的1985年，城市化率已经达到了76.7%，接近了尾声，而中国目前仅仅为47%，根据国际经验城镇化水平在30%～60%之间属于加速发展阶段。

过去30年，中国城市化进程世界第一，目前已存冒进嫌疑，最主要的是大城市已经明显感受到了诸如煤电水气的资源限制，城市公共服务和就业压力也越来越大，所以城市化进程需要走出都市化误区。资料表明，在城镇化率从20%提高到40%这个过程中，英国经历了120年，法国经历了100年，德国经历了80年，美国经历了40年，前苏联和日本分别经历了30年，而中国仅用了22年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在未来10年间，中国城市化必须从“都市化”向“城镇化”演进，城市化的总体效率应会随着小城镇的专业化而逐步提高。如果调整不及时，有可能再现许多拉美国家的“贫困城市化”。联合国《世界城市化展望2009年修正版》表明，1980年，中国只有51个城市人口超过50万，2010年这一数字达到了185个。报告预测，到2025年，中国又将有107个城市加入这一行列。目前中国每年有近2000万人口进入城镇，城市化进程约以每年超过1.5%的速度在推进，按照这一进程，中国城市化率有望在2020年达到60%，基本实现城市化；约在2040年达到70%以上并宣告城市化结束。

从人口学角度来看，中国房地产未来10年不存在严重危机。中国的人口红利期始于1965～1973年，不过中国在2005年已进入老龄化社会——2005年65岁以上老人达到了7.6%。根据民政部的《2008年民政事业发展统计报告》，截至2008年年底，全国65岁及以上人口10956万人，占总人口8.3%，60岁及以上人口15989万人，约占总人口的12%，均已超过国际公认的10%和7%的老龄化门槛。资料显示，从老龄化社会进入老龄社会，法国用了115年，英国用了47年，德国经过了40年，而日本只用了24年，由于计划生育政策，中国可能在20年内完成老龄化社会到老龄社会的演变，也即2025年前。而据社科院“全面建设小康社会人口与发展研究”的结论，2009年我国劳动年龄人口比达到72.35%的峰值，2010～2017年仍是人口红利的获利期，2018年后中国开始真正进入老龄社会——65岁以上老人超过14%，人口红利期转为人口负债期，中国的“80后”和“90后”将相继担当社会重任。

综上所述，中国房地产价格即便在2010年的调控中有所下降，可能还会在2012年东山再起。未来约10年内，中国房地产应该不会全面崩盘。因受政府调控措施以及大城市资源制约，尽管中国几个最主要大城市的房地产价格空间已不大，但未来中国房地产行业会结构性深入发展，重点是二、三线城市以及大面积的城镇化机遇。目前争议较大的小产权房，预计也会在未来相机突破并发挥重要影响。约2018～2020年，中国基本实现城市化并且人口老龄化进入加速阶段，这一阶段才是中国房地产的大限。

（五）未来中国房地产只能“软调控、软着陆”

中国房价高企的根源在于土地的有限性、土地超级垄断以及土地出让的“招拍挂”，此为共识然亦属积重难返，尤其在后危机时代的不稳定期，现行体制无法承受“伤筋动骨”式的整改，即便未来改革也不是一朝一夕的事情，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难度极大！

部分学者或决策者对房地产市场的深恶痛绝，情有可原但存在一定的片面性，需要首先认可房地产在中国经济增长和城市化进程中的核心作用和积极贡献，以及房地产市场难免泡沫化的客观现实性。其次房地产行业具有几乎最长的产业链条，牵一发而动全局，同时房地产业属于劳动和资金密集型产业，对于就业及相关产业投资具有重要意义。最后是房地产的金融属性，这是全球各国都难以避免的，一直就是资产市场的主流。适逢本币升值、城市化加速及人口红利期的各国房地产，都无法避免房地产的裂变性增值，何况这几年全球货币超量供应是前所未有的，在这样一个特殊阶段，可以说中国的高房价无罪，不应该总是企图用“一刀切”的高利率等调控手段强加遏制。退一步说，遏制也不会产生实质性作用。

总之，对房地产的冒进调控只可能是一种超现实的理想，诸如此类不计后果的政策建议不大可取，过分的房地产调控会殃及经济全局，甚至可能会引发较大的经济和社会危机，这已经为他国的历史所证实。如果不惜房地产的硬着陆而过分实施政策干预，很有可能会提前中止中国的城市化进程，这不但影响中国经济的持续发展，也必将成为影响 21 世纪全球经济的重大负面因素。现实的政策选择应是在遏制投机的基础上，不断真实加大中低价保障住房供应，同时持续提升国内劳动者收入水平，以谋求平稳过渡为目标，自然消化国内房地产泡沫，最终实现中国房地产市场的软着陆。

随着城市化进入后期以及房地产行业向纵深方向发展，土地供应有望扩大，对全国尤其是一线城市的房地产价格将起到抑制作用。2004 年以前，中国城市化进程中的人均土地系数大约是 1 亩/人。据调查，在 1997 ~2003 年的七年里，我国城市化转移农村劳动力的规模约为 1 亿人，而同期减少了农村耕地面积约为 1 亿亩，今后这个比例应该可以扩大。

（六）警惕“后房地产时代”潜在政府债务危机

受过度投入、失业率高企及税收滞后等因素影响，世界各国的政府债务危机可能在 GDP 见底后的 2 ~3 年出现，推测起来应该是 2011 年前后。在美国 50 个州中，支出平均超过收入 16.9%。2010 年下半年起，美国经济将因地方政府财政收缩而再次面临新的减速。美国州政府债券会在 2011 ~2012 年面临更大的偿债压力，甚至不排除出现比上年加州支付困难更大的危机。同时，欧洲诸国主权债务危机将明显制约欧洲经济复苏的进程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国地方政府债务近期被各界广泛关注，并被总结为“借款开发、卖地还钱、逼涨房价、百姓买单”模式。中国整体负债的真实状况因而引发全球关注，个别美国学者甚至开始对中国政府债务进行妖魔化——这表明中国亟须建立一张透明而系统的国家资产负债表，未来几年可能将对经济领域的诸多方面产生深刻影响。

综合央行和中金公司的研究结果，截至2009年年末，全国政府投融资平台8221多家，地方平台贷款余额（不含票据）约为7.2万亿元，其中2009年净新增约3万亿元。县级平台4907家，贷款债务比高达90%，超过政府可支配财政收入，最高可达二三倍。很多地方融资平台无固定收入来源。部分研究机构甚至预测，2011年年底仅地方政府债务将达10万亿元，是地方年度财政总收入的约3倍，约占2009年GDP的1/3，相当于外汇储备的70%。预计每年支付利息5000多亿元。不过之后逐渐回落，2014年为4.9万亿元，接近于2008年年底的水平。

根据中国银行披露的债务结构信息，政府融资平台贷款的主要投向是城市路桥（29%）、轨道交通（15%）、园区开发（17.5%）、土地储备（11.5%）。截至2009年年末，中国国债余额约6.2万亿元，外债余额3868亿美元，合计相当于当年GDP的26%，属国际较低水平。加上7.2万亿元的融资平台负债，合占当年GDP的47%。而美国、欧盟、英国的负债率约80%~90%，希腊130%，日本接近200%。社科院专家指出，若考虑中国潜在的10万亿元政府债务，中国政府的真实负债率应在70%~80%，其实并不比主要发达国家低多少。

政府部门已经开始摸底地方政府债务并清理平台融资情况，国有商业银行也开始遏制地方政府的盲目贷款，预计这会对目前过热的投资形势适度降温。如果措施得力，其调控效果应该强于货币政策。我们真正需要为未来打算的是：一旦中国房地产市场出现逆转，政府的负债怎么办？政府新的财政收入来源又在哪里？除了物业税的试点需要加快以外，财政部部长谢旭人已经在公开探讨的“社会保障税”，也是一个很好的探索，但显然不能简单地加重民众的负担。未来的财税领域需要更多未雨绸缪的改革措施。同时，经过二三十年的快速发展以后，现有城市的基础设施和工业建设已不再像过去那样渴求资本，部分大城市的发展也应该以绿色GDP为标准逐步回归理性，适度减少扩张规模，尤其是减少面子工程和低效工业投入。

（2010－04－05）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中国应慎重加息[①]

通胀压力在加大，加息只是迟早的事。最近股指持续下跌近400点仍然人气低迷，据说与此部分有关。其实加息并不可怕，怕的是不正常的加息。加息不应仅看CPI，还有很多其他因素需要考量。市场没有必要对加息过度悲观。

通胀一般是半年前或一年前货币投放加大的经济后果，加不加息对眼前的物价起不了多大作用，关键是货币总量。而且，这些年的市场表明，商品价格的总水平受到国际诸多因素影响，不是一国利率水平所能决定和改变的。2009年笔者曾做过一个比喻：通胀高峰的加息类似田间的“稻草人”——庄稼熟了怕鸟吃光而已。加息只是意在改变部分人的预期，不会对物价产生决定性的影响。不过对于越来越多手握重资的投资者，加息的意义早已被另外解读，他们更多关注的是未来的经济形势和资产的实际价值，而不是CPI和加息本身。

当然就目前来看，央行提高基准利率的根本动因还是来自于通胀水平的不断走高——从2010年2月份开始，CPI同比增速已超过2.25%的一年期存款基准利率。即使按被认为大幅低估了通胀水平的官方数据，中国也已进入了实际负利率时期。其中，在构成CPI的八大类商品中，一季度食品和居住类商品的涨幅最为可观，分别达到了5.1%和2.9%的水平。

未来通胀压力的不断加大体现在诸多方面：首先，从通胀的上下游传导压力来讲，采购经理人指数（PMI）中的购进价格指标已由2008年10月份的27%接连上涨至2010年3月份的65%；PPI从2009年12月份开始“转正”，至2010年3月已达到5.9%的水平，这表明上游价格水平的上涨，仍将继续推动消费领域价格的上升。其次，从目前的货币供给状况来讲，M2和M1的同比增速虽然分别由此前的最高值29%和39%，下降至了3月份的22.5%和29.9%；不过，从绝对水平上来说，目前货币流动性的增速要远远高出名义

① 本文部分刊载于2010年5月4日的《证券日报》，题目为《市场没必要对加息过度悲观》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

GDP 的增速，因而足以支撑较高的资产价格和通胀水平。再次，一些潜在因素也将推动通胀水平的上涨。目前收入分配改革的呼声日强，国内不少企业已纷纷加薪，各地政府也在陆续上调最低工资标准，收入增加的预期有所强化。或许一段时间之后，收入增加与通胀预期增强的恶性循环就将得以重现。也可以理解成资产价格被分级推进。

在目前这个时点上，政府在加息问题上也颇多犹豫。近期包括温家宝总理在内的政府决策者，多次公开强调，国际经济复苏的形势有可能出现反复，中国今年面临的形势还很复杂，不会轻易退出刺激政策；而政府对通胀风险的表述，则仍停留在管理好通胀“预期”的程度上。很明显，在政府经济发展目标的总体考量中，保持经济平稳快速增长的目标仍要高于对通胀的管理。

这种思路，同样体现在近期央行的公开市场操作和政府对房地产市场的调控措施上。截至“五一”节前，央行一直在避免升息以应对实际负利率，而是通过连续 10 周的公开市场操作净回笼货币，使得净回笼资金规模高达 1.1 万亿元。目前，房地产泡沫被公认为中国经济增长的一大隐患，政府则不断地从土地供应、严格管理预售制度、实施信贷差别化等方向来调控楼价，并将升息政策暂时搁置一边。

“货币如水”，即使房地产泡沫被政府暂时压下来，流动性也会进入其他经济领域；如同 2007 年猪肉和普洱茶价格大幅上涨的景象，也很可能在其他商品领域上得以重现。要避免“按下葫芦浮起瓢”的情况，政府须果断地运用货币政策来提高资金成本并减少货币供应。但中国货币政策的运行机制则非常尴尬——2003 年以来的广义货币供应，其实并非央行根据经济增长状况而主动创生，而是为了维持人民币对美元的盯住汇率制，以外汇占款不断增加的被动形式而实现的（仅在 2010 年一季度，通过外汇占款增加的基础货币就达到了 7478 亿元人民币的规模）。

在难以有效控制热钱进出的情况下，盯住美元的汇率制度，实质上就意味着中国在某种程度上放弃了货币政策的独立性，为此，跟随美联储进行加息成为较优的选择。不过，虽然近期美国就业市场已有了较为明显的改善，但美联储议息会议仍称“低利率水平仍会持续相当长时间”。

政府是否会启动人民币升值进程，是未来货币政策的一个关键变量。鉴于利率提升的打击面过于宽泛，而且房地产市场已在调控中逐步降温，预计政府有可能率先启动小幅升息进程，以平息国际舆论压力并取得一定的收缩效果。果真升值，加息便更需谨慎。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除了美国加息可能晚于预期，另外可能迟滞中国加息的因素还有：西方主权债务风险仍然值得高度警惕，世界经济会否二次探底仍是个未知数。所以，中国应该根据下半年的国内外经济形势，谨慎抉择加息问题。笔者倾向于认为，若考虑境外国家主权债务的潜在风险，以及正在进行的房地产调控力度已足够大，中国加息和世界各国的“退出”则都需要谨慎或延缓。

（2010－05－04）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二章

股道求索

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

放任市场下跌或会危及稳定发展

2008 年上半年，中国股市步入熊途的迹象已越来越明显，未来的经济形势也颇为令人担忧。作为实体经济的晴雨表，股市的走势以及其中所反映的问题值得各界高度重视。特把近期的一些思考及相关看法总结如下。

（一）近期我国股市空头行情的演变及问题分析

国内证券市场自 2007 年 10 月中旬调整以来，频遭“内忧外困”的不利冲击而一泻千里，投资者，尤其是中小股民遭遇重创、损失惨重。然而对于市场能否起死回生，业界其实分歧较大。

早在 2007 年年底前我们就曾经鲜明地指出：6000 点以上的市场属于非理性繁荣，泡沫成分较大。因此，自 2007 年 9 月份以来，笔者所在的机构就坚决地停止了向任何投资者推荐大盘蓝筹股，并多次通过媒体表达我们对当时市场过热的基本判断。我们认为，当时的市场甚至正在残忍地亵渎价值投资理念，市场亟需一个适当的调整。尽管中国宏观经济持续向好的根基是可靠的，股市泡沫也应该可以随着上市公司的业绩增长而逐步被消化、被做实，但适当的调整也是必要的。

但是，显然全世界都低估了美国次贷危机的深度及其影响。国内证券经营机构也不例外——这使得投资者对于证券经营机构之对 2008 年证券市场的分析和预测极度不满。随着境外金融机构危机的逐步暴露，我们立即着手深度评估。尽管结论仍然是次贷对国内的实质冲击是有限的，但我们意识到：中国股市过高的价值中枢开始下移已经在所难免。于是在上证指数 5200 点一线的 2008 年 1 月 17 日，及时撰写并随后发出了“股市遭遇内忧外困、牛市基础或将动摇”的报告，明确指出：次贷危机与通货膨胀将减缓经济增长，同时提醒投资者高度重视境外市场剧烈波动，指出市场将很快跌破 4800 点而直奔 4200 点，建议投资者保持高度谨慎。事实证明，我们的预期是及时的、正确的。

及至后来，中国平安的巨额再融资再次打破了市场的平衡。媒体披露该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消息的当日，清晰地记得，很多人难以抑制自己的震惊和愤怒。我们知道，中国平安经过将近20年的发展和积累，并且刚刚通过高价发行A股后净资产才达到区区千亿规模，何以在上市不到一年就爆出相当于现有净资产1.6倍的巨额融资呢？有经验的投资者不会相信中国平安的巨额融资是没有经过充分沟通的唐突行为。这也典型地表明了大股东们对于其目前股价水平的态度。如此融资行为暴露了我国股市的深层次矛盾——缺乏捍卫中小投资者利益的监管原则，缺乏切实可行的法律法规以限制大股东面临市场诱惑的融资随意性。中国平安的融资如果是合理的，那么，这仅仅只是一个开始！

这给了我们继续看空市场的坚实依据。事实上，随后接二连三出现的再融资预告，把市场带入了新的恐慌。加之大小非解禁的压力，市势一发不可控制。感受到危机的业界同仁不得不纷纷呼吁政府救市。令人印象深刻的是，在此期间，美、欧、日等央行多次联手行动，试图拯救风雨飘摇的金融市场，尤其是美联储的救市效率和决心，更是达到了空前的、“无限量”的程度。即便如此，我们失望地看到，面对调整幅度已经超过40%、市值损失超过10万亿元的中国股市，有关实质性的救市政策难以出台。

（二）困扰中国股市的深度问题已然显性化

股市是信用经济、信心经济。在中国股市，无论愿意承认与否，无数过往告诉我们的结论是：政府的市场信用和价值取向是“天”，大股东的市场信用和行为选择是“地”，而普通投资者相对弱势。当两者都不能给予投资者信任和信赖的时候，就是市场“天塌地陷”的时候。

股市还应该是法制经济。然而，致命的是，中国股市比较欠缺捍卫中小投资者的实质性设计及安排，人为或主观的偶发因素，一些无视存量资产利益而盲目推行的所谓市场化改革举措经常会危及市场稳定，表现出有清晰政策干预痕迹的大起大落。

在市场逐步进入全流通时代后，应有的市场秩序也正在遭遇前所未有的冲击，缺乏制度性约束和原则性规范的大小非解禁股以及上市公司的狂热再融资行为，已经造成了市场的严重失衡并且随时可能对市场造成致命的伤害。对于红筹回归以及有关方面热议的境外公司国内上市问题，似乎也缺乏对市场稳定的系统考量，在引入时机、规模、进程安排方面，是否必须以股市稳定为基础，甚至是否会考虑现有投资者的困苦，都是弥漫在市场和投资者心中的巨大悬疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不得不承认，作为成长较快的新兴市场，中国股市一直以来都难以摆脱在不稳定的政策风险中大起大落的局面，这背后不仅仅是信用与法制的缺失，还是某种可以主导投资者信仰的精神或者灵魂的严重缺失。长时间以来，多数股市投资者的命运就如风中落叶。股市应有的地位也很不稳定——至少以往很多事情（国有股减持、大股东侵占上市公司资金资产、发行政策的频繁变更、部分国有企业的特殊通道、违法违规事件处理的滞后性和不了了之等等）很难以“三公原则”严谨测度，这已对市场整体运行造成了严重干扰，若不及时解决，长期发展就会受到显著的制约。

（三）本轮调整行情的走向、后果和建议

具体到本轮的市场调整，乐观的投资者会认为：中国既不是次贷危机的发源地，更不是次贷危机的重灾区。中国经济的基本面即使遭遇了外部需求的减弱以及通货膨胀的威胁，庞大的国民储蓄以及强大的财政积累和外汇储备，也会使得“中国优势”具备很大的回旋余地。并且，积极的财政政策正创造着将来可能震惊中外的内需增长，经济的对外依赖度也正在如期降低，自我循环能力正在逐步加强，经济成长的良好趋势应该能够得以保持。并且，在西方金融动荡、经济减速甚至衰退的背景下，源于弱势美元的流动性将会为中国经济和资产市场注入新生力量，中国股市的前景应该是十分光明的。

然而，这恐怕只是乐观人士的一个美好远景。鉴于外部环境仍不稳定、内在问题仍然较多，尤其是有关方面仍然无法体察并决意从制度层面改变市场内部的深刻矛盾和危机，反而不少人本末倒置地将市场连续下跌看成是“缺乏理性”的“逼宫行为”，那么，在美好远景实现之前，或许还要经历一段更为黑暗的日子。

在股市已经出现高于40%的巨大跌幅以后，我们的策略原则是坚决不做看空先锋，因为继续下跌就进入了中线超跌区域，部分公司的投资价值开始凸现。不过，由于市场内部仍存困扰，我们对后市持谨慎态度，建议投资者首重风险防范。

成品油改革的滞后以及原油价格的持续走高，决定了依赖补贴而生存的中石油和中石化无力支持目前估值，更不可能在短期内承担市场走牛的领军责任。假设原油一直居高不下抑或继续顺势上涨，两大公司股价有理由进一步下跌。

过于顽固的通货膨胀将导致电力企业“市场煤、计划电”的失衡天平进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一步倾斜，电价上调预期的延后以及电力企业利润的逐步减少将会导致资金持续流出。与此同时，部分在产业链条上居于弱势的公司，将无法抵御上游产品持续涨价的冲击，其业绩也会随着成本的提升而逐步下降。

日益加速的人民币升值将使得以纺织和轻工制造为代表的外向型微利行业最终出现亏损和危机，对经济和市场形成进一步冲击。

受制于紧缩货币政策、面临销售下降和融资困境的房地产行业，在不远的将来，有可能陆续发布不利消息。全国范围内的房地产价格，短期走势也不容乐观，已经深度调整的房地产类上市公司的价格反弹存在夭折的可能。

2008 年一季度的雪灾和 2 月份外贸顺差的大幅减少影响了部分上市公司的业绩。此外，经过一季度市场的快速调整，以券商和保险业为代表的一大批举足轻重的上市公司以及一些靠交叉持股做大市值的公司，一季度投资收益有可能出现较大幅度的波动，为此判断 4 月份的市场形势不容乐观。

市值占比居于绝对优势的银行股也面临着紧缩货币政策的不确定性。从央行目前的导向来看，紧缩货币政策的目标正在紧盯形势严峻或将威胁经济稳定的通货膨胀。为了实现年内 CPI 涨幅不超过 4.8% 的调控目标，尽管无力实质性干预输入型的全球通货膨胀（更多的是美元的货币现象而非人民币的货币现象），但是，货币政策恐怕也不得不有所作为并被迫达到超常规状态。况且，在人民币与美元同时存在套汇和套利可能的情况下，防范境外资金流入所引发的流动性过剩，也会成为货币政策的调控目标。在整体紧缩空间有限的情况下，笔者担心利率的结构性调整有可能最终会危害到银行的收益。

此外，西方国家不但受困于次贷危机可能引发的经济减速，还普遍在为上游矿产品、农产品连续走高导致的全球性通货膨胀而头疼，他们的股市的估值水平虽然已经较低，但仍将维持弱势格局，对内地股市的冲击不可不防。

一切似乎都在昭示，我国股市在短期内走出低迷的可能性很小。决策者务必充分估量市场风险，及早防范和化解不必要的金融危机，防止人气涣散、信心崩溃。

我国的股市还很年轻，也很脆弱，所以以往屡屡出现令人惊诧的“晴雨表”失灵或背离现象。股市的缺陷和顽疾已经暴露无遗，刻意回避是不应该也是不明智的。市场期待的不应该是所谓的救市，而是有关方面能够及时还给市场一个公平和公正。想想股市投资者每天所面对的诸多不确定性吧，没有必要把一些须立即纠错和及时完善的合理举措，都一味看做市场的调控工具而相机抉择；相反，面对已然如此庞大的市场所遭遇的已经十分显性的深

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度问题，面对无数做出巨大贡献的弱小投资者在“盛世牛市”中所遭受的巨大损失，面对市场可能会进一步深跌的不确定性，管理层的及时作为是责无旁贷、刻不容缓的。继续放任市场的进一步下跌，可能将产生严重后果！

（2008-04-07）



股市亟待制度变革

2008年的股市暴跌超越了宏观经济基本面所能解释的范围。信用和信心是股市稳定发展的关键，而在经历一轮接一轮的恐慌抛售后，市场所期待的所谓政策利好仍无音讯，这在很大程度上加重了公众投资者的情绪化行为。

二级市场的稳定是股市持续发展的基础，公众投资者是证券行业的衣食父母。就目前市况而言，投资者保持理智和克制是必要的，从长远看，现在盲目杀跌的后果也是可怕的。就业内而言，我们觉得，必须承认当前的市场是不正常的，对已经暴露出来的市场内部突出矛盾，各有关方面应从长远战略高度予以重视，不应回避和漠视。

（一）尽早改革现有的新股发行制度[①]

我国新股发行制度几经变迁、反复修改，不过是在市场强弱的轮回中寻找必须保证发行者利益的最佳模式。这是把市场片面定位为融资场所的典型表现。所以，变来变去，公众投资者的感受总是被忽视、切身利益总是无法保证，因而沦落为最终的受害者。

新股频频跌破发行价格，并进而加剧了市势的疲弱。这说明前期的新股发行价格本身存在过多泡沫。发行价格没有给二级市场留下可靠的利润空间，就是对二级市场投资者的一种侵害。这在市场退潮时，看得尤为清楚。两市赫赫有名的公司纷纷跌破发行价，已经直接威胁到市场的稳定。长此以往，市场再次失去融资功能是毫无悬念的。而维系股市融资功能的公众投资者为

① 2009年5月22日，中国证监会发布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见（征求意见稿）》，标志着新一轮的新股发行体制改革开始启动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此所付出的代价是最令人痛心的。这说明，发行制度以及发行环节方面有很大的调整余地，同时，中国股市还仍然处在融资主导期，离投资主导型股市还有相当漫长的距离。事实上，在跌破发行价之前，也有很多投资者在新股上套现了巨大的利润。可惜的是，这其中的大部分资本可能从未对二级市场做出过贡献。这是在政府税收、上市公司过度融资、大小非无风险暴利之外，导致二级市场失血的又一重要途径。不得不承认，经过近 30 年的快速发展，困扰我国股市的此等初级矛盾仍然反复作怪，确实很不应该。

A 股发行价格一直明显高于境外市场，这也是很不正常的。但是发行规则显然不是公众投资者制定的。尤其是，一些所谓的蓝筹公司竟能一再得以用接近 100 倍的市盈率在 A 股市场融资，令人百思不得其解。在日益国际化的今天，这是充满风险和非常危险的。而目前来看，风险和危险主要还是被国内公众投资者承担下来了。这是不公正的。在核准制为基础的条件下，政府应该有义务也有能力在发行环节抑制市场泡沫，而不是屡屡随着二级市场的升温让部分特别公司的发行价格“水涨船高”。明智的做法就是彻底放开，让发行人、保荐机构与投资者进行正常的商业博弈。

动辄若干万亿元的资金依靠新股申购的无风险收益长期兴旺于市场之外，是极为不正常的现象。这些资本在一定意义上侵蚀了二级市场公众投资者的利益。新股发行应该更多面向普通投资者。

（二）坚决限制上市公司再融资

上市公司是证券市场的基石，而证券市场不应该仅仅只是上市公司的融资工具，从长远来看，应该从各个方面建立二者的和谐共生关系。具体地说，上市公司的再融资应该是必要的和有节制的，而不是“能多拿绝不少拿”。上市公司的再融资行为充分反映其价值取向以及社会诚信。在取得无息长期资本的同时，必须要在制度上保证他们能够承担起必要的市场和社会责任。前些年，我国不少上市公司的融资受大股东主导并被大股东挪用，其根源一方面是当时的股权分置，另一方面反映了监管不严和制度缺乏，这对我国证券市场造成了严重伤害。另外，上市公司分红是股市长期投资者最基本的投资收益，也是上市公司为股东创造财富的具体体现，是关乎我国股市运行质量的根本问题。从道德和法制层面上，都必须下大力气惩罚那些“一毛不拔却又极度贪婪的铁公鸡”。

回顾我国早期股市，上市公司再融资比较多地采用配股模式，一般比例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为10配3。应该说，这是比较合理的。不过，10年前，一些海归派大推特推增发融资，称增发才是国外上市公司的主要融资方式。其结果，直接导致了2001年前后上市公司的过度“滥发”，进而使得我国股市股权分置的矛盾显性化，非流通股东与流通股股东的矛盾达到了尖锐化，一时间，“全流通改革”几乎真的将我国股市“推倒重来”。由此引发的四年多的漫漫熊途，折杀了中国部分率先富裕起来的中产者和很多无辜的百姓。

股权分置改革曾经被人认为是万灵的，目前看来，其实不然。如今，一直以来缺乏规范的增发融资再次危及市场的稳定和发展。看来，任何不到位的制度必会在不经意间被那些精明而贪婪的金融大鳄们所利用并严重侵扰脆弱的股市。由此来看，对于增发规则的变革，业者和监管者都还是过于粗疏或者缺乏必要的前瞻性加以防范。

据了解，增发再融资在境外并未被如此滥用，原因应该是纯粹市场化的机制使得上市公司不得不考虑公众投资者的利益，他们会权衡利弊，适可而止。而在我国，由于信用基础和违规成本的差异等原因，再好的金融创新移植过来后都会变调。

亡羊补牢犹未晚，怕的是，问题面前的得过且过和由此带来的市场灾难的反复重演。

从我国股市允许增发以来所产生的实际效果看，彻底禁止增发这一融资模式都不为过。但考虑到配股比例过低，确实无法满足一小部分上市公司的扩张融资要求，所以，局部保留增发融资还是有必要的。但是增发的门槛必须提高，必须从制度上防止被滥用。

1. 从上市公司增发条件方面加以限制：例如规定“公司前三年的净资产收益率平均不低于10%且自上市后对股东的年度平均分红不低于年度平均净利润的50%或分红资金不低于历次公开融资总额的50%”。

2. 从上市公司融资频率方面加以限制：例如规定“自公司上次公开募集资金的时间间隔不少于1个完整的会计年度”；属于增发或可转换债券的“自公司上次公开募集资金的时间间隔不少于24个月或2个完整的会计年度”。

3. 从上市公司再融资规模方面加以限制：例如规定“融资额不得超过最近一期经审计的公司净资产额的50%”。

不从制度层面对增发再融资加以限制和规范，大小股东的利益就无法趋于一致，甚至会再度严重对立起来。果真如此，我国的股市就永远不会和谐，不会稳定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（三）适当限制大小非的市场化流通①

大小非曾经是不流通的，因为股改对价，流通合法化了。不过，它也从此成为压迫市场上涨的一座超级大山。理性地说，这部分股票可以防止市场过热，认识到这一点，就没有必要准备其他措施打压股市泡沫。

大小非解禁问题的另一个方面是，获得流通权并不等于可以随意抛售。原因在于，这部分股票是属于发起人股东的，发起人股东天然地与普通投资者不同，他们显然具有突出的成本优势、信息优势和资本优势。在这个市场里，他们几乎可以在任何价格抛售都不会赔本，甚至可以主导一段时间内的个股涨跌，随着市场的波动和可能了解的公司内幕信息，他们在市场上的自由买卖、进进出出，只能令普通投资者望洋兴叹。其优势也就自然变成了普通投资者的隐忧和苦难。因此，迫切需要加以规范。

规范大小非股票的减持可以从多个方面入手。建议借鉴上市公司董事和高管抛售股票的有关管理制度，逐步建立大小非减持公司股份的信息披露、抛售预告和抛售原因说明制度。内幕与否实难查实，至少可让普通投资者的知情权不受侵犯。

为了稳定市场预期并实现和谐共赢，建议鼓励上市公司大股东根据自身情况对自己的减持底限进行公开承诺。有信心、负责任的大股东应该可以公开承诺自己的永久保持控股权。一些国有控股股东，也有必要、有条件承诺对一些上市公司永不减持到51%以下，这对公司公众投资者就是一种富有信用的双赢承诺，这样的承诺无疑有利于公司市值的稳步增长，监管部门甚至可以把这作为公司再融资审核的一个参考条件。

从流通手段方面，建议政府考虑建立一个专门服务于发起人股东的大宗交易市场，以便集中大比例减持的发起人股份。这样减持可以预先找到交易对手并按照当时的市场价格成交，对双方都公平，还可以减少对二级市场的冲击。为了增加吸引力，可最大幅度地减免大宗交易的交易费用。这个安排同样适用于创业板，在不影响创业资本顺利退出的同时，还可以有效规避市场的剧烈波动。

从税收角度考虑，资本市场的特殊机制决定了发起人股东的收益是稳定

---

① 2008年4月21日，中国证监会发布《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》，规定："持有解除限售存量股份的股东预计未来一个月内公开出售解除限售存量股份的数量超过该公司股份总数1%的，应当通过证券交易所大宗交易系统转让所持股份。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而巨大的。这部分收益应该首先做出相应的税收安排，以鼓励发起人股东在公司上市以后长期持有，这也有利于公司稳定发展、抑制一级市场投机过盛和对二级市场的过度冲击。例如规定上市后第一年减持的征收25%的所得税，第二年减持全部的征收20%的所得税，依次递减直到免税。又或者根据发起人股份解禁后实际每年减持比例的高低规定不同的税率，以鼓励分批减持和长期投资。

（四）从战略高度制定促进股市稳定发展的税收政策

印花税这项政策发展的国际潮流是明确的——逐步递减或干脆免除。而在我国，目前印花税不仅仅是过高，还有波动幅度过大，调整也过于频繁或随意。这方便了调控，却不利于市场的稳定。在大国崛起的征程中，资本市场的政策稳定性和包容性是一个很重要的要件。2007 年“5·30”印花税的突然大幅上调，对政府信用造成了负面影响。从战略上看，有必要对今后的印花税政策做出一个相对合理的制度性安排①，例如以法律的形式承诺永不超过0.2%并且明确规定税率调整的必要听证、决策程序。

在适当解决发起人股东抛售股票收益的税收问题后，建议有关部门充分论证永久放弃股票投资资本利得税的可能性，避免这一本身既不合理又无必要的税收政策悬疑长期对市场构成不正常的干扰。

（五）改革目前违法违规成本过低的问题

已有的制度应严格执行并要接受公众的监督，对于违法不究、违规不查、查而不罚的问题，应该有相应的部门和机构接受并处理群众的意见和建议。这其中，尤其要注意国有大企业走“特殊通道”的问题，避免市场中人的“上行下效”并最终演变为以中国资本市场为先锋的亵渎法制和道德沦丧。在国有资本为主体的资本市场，国有控股上市公司应在法制与信用方面率先垂范。只有大家真正遵纪守法、公正平等，中国的资本市场乃至社会经济生活才能撒满阳光。

目前的证券法律法规当中，比较多见的通病表现在罚则模糊或处罚轻微。严刑峻法是市场经济健康发展的必要保障，对利益诱惑巨大的资本市场尤其如此。缺乏严刑峻法的市场注定会不断爆出干扰市场和人心的咄咄怪事。

---

① 2008年4月23日下午，财政部宣布证券交易印花税税率从4月24日起由3‰下调至1‰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在我国，资本市场越来越成为我国社会经济的中枢和窗口，法律的缺陷和漏洞注定会通过种种不正常的事端表现出来，所以，尤其是违规违法成本过低的问题已经到了必须及时解决的时候。投资者所耳熟能详的违法违规案件，如果总是得不到法律的严惩，那么这个市场就无法摆脱信用低下的困扰，进而，持续发展就一定会成为大问题，更遑论成为世界性的资本市场。

个人以为，在以上改革尚未到位之前，不能说我国的股市是用来投资的，只能说是用来投机的，大起大落也是不可避免的。投机就只能用投机的理念操作，价值投资就只能哪儿来的回哪儿去。

那些不了解我国股市来龙去脉的“专家”，不应该屡屡在投资者身处水深火热的时候说什么“政府不应该救市”。那些一知半解的洋理论贻害中国太多太多；殊不知，他们膜拜的鼻祖也经常救市，而且人家不仅仅讲究纯粹的市场化，还讲究公正、平等、博爱、法制和人文关怀。况且，我国股市的运行环境是独特的，与政府政策及制度导向高度相关。我们也知道，外国政府的对外投资是看重所在地政府信用的，中国内部的投资者就更加如此了，因此，不能说信心崩溃的股市下跌与政策及有关制度无关。股市已经解决并将继续解决我国太多的经济健康运行和企业持续发展的问题，其自身疲弱和过度投机等积弊，也并非市场自身的主动选择。所以，无论从历史还是从未来着眼，政府对股市投资者的悉心呵护都是有必要的。股市与实体经济已经紧密联系在一起，轻视股市就一定会贻害经济，只是表现的时间和方式不同而已。

（2008－04－07）

依然要警惕股市假熊变真熊

2008年4月21日监管部门紧急发布《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》（以下简称《指导意见》）。

对此，能够理解监管部门的苦心，他们认识到了市态的严重性。但对于本次的指导意见，笔者个人的观点是：《指导意见》对主要矛盾触及不够，而且有可能激化旧矛盾——更多的大小非将开始不安并必将在低于总股本1%的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水平上加快盘中抛售，市场还将出现进一步的深跌。

市场形势恶化到如此地步，隐藏的各种矛盾已经彻底暴露、严重激化——由于高端信用缺失以及法律法规的不健全，市场的信心重聚，短期看，已是无从谈起。市场需要的已经不仅仅是什么零打碎敲的救市政策，而是一揽子深度的、实质性的制度变革。

4 月 17 日笔者接受《第一财经日报》记者关于中国石油的采访时，说出自己一直以来不愿公开明确的意见："由于中国石油发行时定价过高，而且目前油价依旧高企，这种情况下，中国石油想守住发行价的可能性非常小。晚跌破不如早跌破，因为中国石油仍是大盘走势的风向标，只有它跌破发行价，场外资金才可能更积极地进场。"

4 月 18 日，采访见报，中国石油应声跌破守护已久的发行价，大跌超过 5% 并带动市场走出一年来的新低。这也许属于时间上的巧合，但在笔者看来也有其必然性。不是笔者生性残忍非要刻意敲碎多头的发财梦想，而是市场的力量在发挥神奇的作用。在这里需要补充的是，中国石油跌破发行价并非噩梦的尽头，下面还有至少 30% 的下行空间。是不是危言耸听，时间会让市场给出回答![①]

前面有车，后面有辙。中国是一个最讲善恶报应的国度，这在精英汇聚的股市里，不可能例外。市场以下跌 50% 的代价，使得深爱证券行业和证券市场的人们再次遭受巨大亏损和羞辱，这应该能够引发和促进更多事关行业和市场长期发展的深度改革。

透过长期的潜心观察，笔者再次大胆预测：我国股市本轮的深度暴跌，至少会从信心、信用和资本层面进一步威胁到危机四伏的实体经济，这就是忽视股市稳定的代价。这种代价是成长的烦恼，是令人痛心的学费，是我们目前的国家智慧所无法超越的。本轮调整的底部也很有可能造就外资的又一个金融博弈的重大胜利。这是我们所不愿意看到的，但从近年的股市表现以及我国股市低劣的生态环境看，恐怕是在所难免的。只能说，高端的金融财富理应归于高端金融智慧的拥有者，这是规律，与国别和爱国热情无关。但愿笔者早前的警告不会应验：亡羊补牢犹未晚，怕的是，问题面前的得过且过和由此带来的市场灾难的反复重演。

救市的呼声可以休矣，无谓的股市论战是共同的耻辱。有良知的"国情

① 恰好 4 个多月后的 9 月 8 日，中国石油出现最低价 9.62 元，跌幅超过发行价的 30%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

派”从来没有真正战胜过“买办派”，这不仅仅是中国学者的悲哀。该来的一定会来，不来的喊破嗓子也枉然。只是，但愿股市的矛盾以及由此形成的价值观不会深度祸害来之不易的民族复兴。

前几年笔者就发表文章《股市是社会经济矛盾的晴雨表》，从当前的股市看，依然如故。显著的隐忧不仅仅表现在股市的公平屡遭践踏，还表现在经济领域的税收结构和有关政策导致劳动力成本快速提升等，正在削弱企业生产和投资的积极性。在外需减弱的情况下，加重了经济减速的趋势，经济硬着陆的可能性不得不防。农村联产承包责任制已经开始制约农业生产的进一步提升，优质增产必须依赖的农业现代化改革实际上已无法继续有效推行，这将削弱我国未来应对世界性粮食危机的能力。滞后的能源改革所必然产生的社会经济矛盾也正在日益突出，要么“长痛不如短痛”顺势改革，要么政府财政必须长期为此付出更大代价，总之，不久的未来付出代价是难免的。先天不足的住房改革引发的房价过高和房地产行业的盲目扩张也即将迎来自身难以避免的阶段性调整，尤其是近期可能出现的汇率波动会加大房地产的动荡概率，众多行业将因此受到冲击。加之汇率升值、通货膨胀、利率高企等矛盾日益严峻，以及计划成分被动增加和行政错位越来越多，昭示我国社会经济的整体改革正在进入阵痛期考验甚至出现了局部的倒退迹象，未来经济走势难以乐观，新的社会矛盾将不断提出新的挑战。值此多事之秋，在股市风险处理方面又不合时宜地出现低估和失误，只能说是不明智、不策略。

但愿股市的矛盾以及由此引发和折射出来的更多问题不会深度祸害来之不易的改革大局和民族复兴。眼前的问题是，股市正在由假熊变真熊，谨慎你的财富被股市黑洞继续吞噬。

（2008－04－21）

单一利好政策难改总体熊市

股市开始休整，有过节放假的因素，也有前期缺口过大的技术原因。总体来看，因为市场在前期下跌过度，以及近期规范大小非减持和大幅度降低印花税，预计后市反弹仍能继续，高度应在4000点左右。之所以是反弹而不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是反转，是因为基本面存在较大不确定性。从技术上看，4800点一线有可能成为2008年的极限高度，6100点的高点更加遥不可及。不能创新高的行情，只能暂时视为反弹。

目前看，2008年需要警惕的因素很多：最主要的粮价甚至是世界性粮食危机带动的通货膨胀的恶化以及岌岌可危的国内房地产市场。尤其是，房地产在北京奥运会前后可能会出现全面的主动回调，届时的悲观气氛会带动地产、银行股出现阶段性回落，市势将因此遭受严重打击。如果说这只是个推测的话，笔者觉得，这个可能性正在逐步加大：粮食危机会使得资产市场的投机者变得保守，在资金继续收紧的同时买房人也会更加谨慎，这一切都会加重资金面本就十分脆弱的房地产市场，导致出现半年到一年的持续低迷。目前还高呼房地产市场潜力巨大、房价仍能持续上涨的观点，与在股市6100点还无视风险地大谈“十年牛市”一样可笑。问题的关键是，房价太高，供求即将发生显著变化。多种迹象表明，无论愿意与否，房价阶段性大幅回落已然无可避免。从行业整合和健康发展的角度看，这个回落震荡期也是必要的。在国家开始大力投入住房建设的过程中，前期靠市场兴旺而发展起来的大量中小开发商，如果不尽早采取措施主动收缩，那么2008年开始可能就不得不被迫退出市场。

高通胀时代已经来临，而高增长也面临越来越多的挑战。中国改革中积累和忽略的问题会逐步水落石出，最为突出的就是三个困境：产业升级困境、能源紧张困境和粮价突变困境。这些国内经济的软肋正在遭受国际因素的严酷倒逼，既难以回避，又不能短期改观，为了稳定大局，政府不得不选择苦撑。近年政府积累的巨大财政似乎成为我们最后的支撑。能够预测的是，我国经济的计划色彩被动加大，市场经济越来越接近补贴经济。问题是，补贴能够持续多久？如果美国不改变弱势美元政策，如果原油价格屡创新高或者一直居高不下，那么，我们非但不能走出三大困境，相反，政府的财政反而就会吃紧，社会经济矛盾就会更加严重突出。

所以说，股市回升之路不会一帆风顺。没有基本面支持的假性下跌很有可能转变为今后源于基本面消极因素为背景的真正熊市。

（2008－04－29）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

 熊市中途的答疑解惑

受内忧外患因素综合影响，最近股市持续下跌。关于当前市场的诸多敏感问题，思考如下：

1. *如何看待存款类金融机构存款准备金率上调？*

由于通货膨胀因素，可能使得货币政策的调整达到一个超乎想象的程度，其中我们认为存款准备金率调到18%不足为奇，从现在看提高1%，达到了17.5%，就要触顶。

从这次调高准备金率来看，央行的措施可以理解，但时机不是很好。因为经济已经有较为明显的减缓趋势，股市也处于非常低迷的时期，在这样的情况下继续维持过紧的存款准备金率而且单次调整幅度这么大，对大家的信心冲击比较大。

存款准备金率的上调，既不针对经济过热，也不太会从根本上解决通胀的问题，所以在银行贷款面临投资积极性下降和经济趋缓的这种情况下，贷款是自然减少的，没有必要过高过频地调整存款准备金率。

对整个股市的资金面影响不会很大。提高1个百分点所对冲掉的4000亿元资金，实际上是由于外汇储备增加而过多地投放到市场当中的一部分货币，对于股市来讲，股市从来不缺资金，而且目前来看，资金链处于最好的状态，城乡居民存款18万亿元，远超我国股市的总流通市值，而且外贸仍然是顺差（2008年4月份166亿美元），外汇储备也在继续扩大，存款准备金率更多的是心理方面的影响，对股市的资金供应不产生决定性的作用。

2. *近期油价屡创新高并达到了每桶139美元的最高纪录，怎么看待油价上涨对于石化类相关板块的影响以及对于A股走势的影响？*

世界油价实际上是全球通货膨胀的根源所在，目前原油价格接近140美元，处于偏高的水平，甚至进入到一个高风险的区域。但是由于假性需求和国际资本泛滥，原油价格是否还有上涨的空间，尚不敢轻易下结论。上涨的原油价格对中国股市的影响，利空的成分要多于利多，因为我们国家的成品油没有市场化，改革是滞后的，补贴是有限的，而且是不可持续的。另一方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面，持续走高的原油价格会拖累全球经济增长放缓，使得全球的经济基本面可能会出现一些负面的变化，进一步影响中国股市的走势。原油价格不断地创新高，令各国都在为此而头疼，对于各国股市走势，也是一个不乐观的影响因素。

成品油价格应该适当上浮。通过观察，目前成品油供应在国内已经出现了一定的问题。石化产品市场化的改革应该分期逐步推行，矛盾在于目前的通货膨胀水平比较高，国家是否愿意在这样的一个时刻去提高成品油价格，这是国家如何选择的问题。笔者认为：应该去做而时机未到。降低石油企业的暴利税或提高成品油价格，无论兑现哪一个，都应该对石化板块形成一定的利好作用。同时也提醒大家，中国石油本身的估值水平并不具备很突出的投资价值，并不具备优势，所以投资要慎重。中国石油价格到多高才有投资的价值呢？大家可以参考一下港股。

3. 中建股份 IPO 已获批准，这就意味着经过几个月后，大盘股发行又重新开启，如何看待？

中建股份融资规模达400亿元。在这个时机去启动大盘 IPO，对市场的稳定是不利的，个人觉得监管部门有必要对后市做出一个评估，对于市场的稳定作出必要的措施安排。这样的大盘股不宜多发，包括上市公司再融资也应该从市场稳定的角度予以一定的限制，减少融资额，减少发行量，维护市场的稳定。

4. 5 月份的 CPI 回落对股市有哪些影响？

5 月份的 CPI 数据可能会出现一定的回落，这个回落并不会改变我们 CPI 指数长期处于高位甚至还会有增长的可能。但目前的情况是我们不能单纯地看 CPI 回落，PPI 还在继续增长，PPI 增长的含义是会带来全面的通货膨胀。

5. 越南经济恶化对 A 股会产生哪些影响？

中国不存在收支赤字，外汇储备也是充裕的，而且不是一般的充裕，达到 1.76 万亿美元。另外我国的通胀情况是输入型的通货膨胀，越南的粮食都市场化了，我们的粮食价格还没有完全的国际化和市场化，而且我们是能够自给自足的，我们的通货膨胀不会简单地像越南那样达到 25% 这样的高水平。这几年我国的财政收入，两倍三倍于经济增长速度，居民存款 18 万亿元，实际上我们的财政底子和经济的基础是非常稳固的，能够经受一个长期的通货膨胀形势对中国经济的考验。我们不存在金融过度开放、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格过度市场化等这些短板，不存在这样的硬伤。现在是越南经济遭受重创，接下来可能还有印度、俄罗斯、印尼等一些国家，他们短板效应都非常明显，例如说俄罗斯过度依赖于原油的收益、印度的粮食生产出现了库存不足等一些情况，但是中国没有。

本轮高度通货膨胀，中国应该是胜出国，没有必要过度悲观，也没有必要简单地拿中国的经济去对比周边国家出现的经济危机，因为我们的经济条件和经济基础是这些国家不能比的，何况无论是我们国家的宏观调控，还是社会稳定因素，都处于非常有秩序的状态。由于周边国家出现经济危机，就过度看空中国经济是没有道理的。

6. 中国的市场化和国际化进程不足反而是一种优势。

目前的价格危机实际上不仅仅是需求因素导致的危机，而是美元过度放水导致的全球热钱过多，他们利用衍生品市场过度投机制造了大量的假性需求，导致全球处于非正常的价格单边涨幅过大，这种情况应该说是西方自由经济对金融资本的过度放任造成的。

当前环境下，我国对市场价格的管制是比较明智的。中国也没有过度的金融自由和对外开放，实行一定的管制反倒具备了一定的优势，刚好能够对付目前非理性的国际金融市场。

7. 大盘已跌破 3100 点了，接下来市场会如何运行？

股票市场从 2007 年 10 月 16 号到现在跌幅达到了 50% 多，股价处于相对便宜的阶段，更有利于长期投资。但是存款准备金率大幅地上调，对市场造成了短期向下的趋势，这个趋势短线上是能够维持下去的，而且不排除市场创新低的可能。

目前在周边市场恶化和过紧的货币政策的心理冲击之下，市场可能出现过度下跌的情况。现在很多人都认为会降到 2400 点、2500 点，笔者认为这样一个点位在市场出现恐慌的情绪下，非理性下降到 2400 点、2500 点是有可能的。但是在这样的点位，应该是机构投资者出手的时候，而不应该是进一步地出货。中国经济的基本面是好的，是能够经得起考验的。

当市场再度跌破政策底之后，可能暂停 IPO，暂停再融资，或者对大小非的减持进行一定的限制，甚至推出股指期货等手段来继续救市。笔者觉得这都是一种负责任的表现，因为股市关系到经济的信心，关系到政府的信用和社会的稳定。所以在这种情况下，不排除政府再度出手救市的可能。7 月份的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行情可能相对乐观一些，从历年来看香港也是这样的情况。

8. 暴跌后现在可以抢盘吗？

从投资的纪律方面来讲，我们要等到市场出现明显的底部信号以后再去抢，现在抢反弹或者是过早地入市可能会有风险，要等到创新低以后。但是对于机构投资者来讲，我们前期给出的策略是“越跌越买”，但是对于散户投资者可能一笔两笔就满仓了，这样的情况下，一定要等市场出现明显的信号以后，才能入场。

9. 近期市场热点轮动特别快，怎么看呢？

市场轮动是正常的，但是板块轮动过快表明投资者投资信心不足。在目前弱市的情况下，我们觉得每一个板块都可能面临系统风险。

10. 如何看待房地产板块？

房地产股票的回调要早于大盘一到两个月，在2007年八九月份就开始出现回调，调整是非常大的，幅度最大的如招商地产股价相当于二点几折了，多数的也都在三点几折。机构投资者在这样的点位上还寻机抛出房地产股，笔者对这样的投资策略表示吃惊。房地产尽管目前面临了一些价格下降和部分房地产企业流动性不足的问题，但是，对于房地产行业的中长期前景，房地产行业在我国经济当中所发挥的中坚作用仍然是被继续看好的，或者是不可低估的。在价格处于二三折的水平上，作为长线的投资者卖出是不合适的，应该逐步地增仓，体现我们对于这个准金融行业的长期投资理念，否则就会形成过低价格的盲目抛售，有悖于价值投资理念。另一方面，银行业与地产业休戚相关，房地产出现雪崩显然与宏观调控以及持续发展是不一致的，也是不现实的。龙头的房地产企业也有持续的股票、债券融资，实际上他们的流动性并不是很大的问题，过度看空房地产股是不明智的。

11. 其他举办过奥运会的国家，在奥运前后的股市是怎么样的？

奥运会只是一个体育事件，它并不必然决定股市的走势。股市的走势决定于什么呢？更多地决定于宏观经济。各个国家举办奥运会前后，股市的走势表现也不一致，不应该从这样的统计概念去判断股市的走向。

12. 现在监管层出了很多措施来规范大小非减持解禁，但是大小非的违规减持仍然前赴后继，对这个问题怎么看呢？

在第一次市场即将跌破3000点的时候，笔者就写过文章，说我们的股市期待改革，其中需要改革的一个重要方面就是大小非的减持。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目前的市场形成了产业资本与金融资本的对峙，问题是双方的成本差距太大。笔者认为，对大小非也不应该完全限制它的减持，因为它毕竟是股改合理化的产物。但是，对于大小非减持，国家应该有进一步的措施，允许它流通，但是可以在税收上去对它的减持所得进行调节，这样对市场稳定、对社会公平、对增加税收都是有利的。

13. *融资融券怎么看？*

融资融券只是金融创新工具，说不上它是利多还是利空。融资有利于资金供应，有利于多头；但是融券是有利于空头的，融资融券放在一起应当是中性的政策。市场过低的话融资就会多，市场过高的话融券就会多，所以融资融券的推出对于股市没有什么实质性的影响。融资融券对后市的影响不会太大。

但是融资融券可以理解为为股指期货的推出创造条件，在3000点位甚至以下，在比较低的点位，股指期货推出的话，对大盘蓝筹股是一个积极的信号，也可以视作大盘见底的信号。融资融券如果是股指期货的一个前奏的话，对市场的投资信心还是有一定的好处。

14. *如何看待股指期货①呢？*

笔者是一个反对股指期货的人，早七八年前就写过一篇文章发表在《证券导刊》上，表明股指期货是一个风险过大的市场或者是一种赌博工具，广大投资者很难把控它的风险。作为第一批国内期货人，笔者给大家的理念是投资者尽量少参与股指期货，而且机构投资者也要慎重参与。对于国家来讲，也要重点防御投机资本，包括境内的和境外的，防止通过对股指期货的操纵进而影响到金融稳定，给国内投资者、金融机构带来过多不必要的风险。

不过，在目前这个点位或这个点位以下，股指期货对市场是有支持作用的。

15. *汶川大地震以后，灾后重建也成为市场关注的一个热点，前天国务院公布了汶川地震灾后重建条例，这对灾后重建的影响、对于灾后重建概念股有什么影响呢？*

灾后重建在前期市场有所表现了，灾后重建确实能给有些上市公司带来实质的收入增加，但是同时，也要专业一些地量化分析具体的影响，而不是

---

① 2010年4月16日中国股指期货市场正式运营。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说凡是参与灾后重建的上市公司股票都会连续涨停。灾后重建在目前经济减速的背景下，对于启动和扩大国内内需，防止经济过度下滑方面起到了一定的稳定作用。

（2008－06－10）

对一致过分看空多一份警惕

当80%以上的机构和个人投资者都看空股市到2500点，甚至有看到2000点以下的，反倒觉得，需要警惕了。据了解，大批虎视眈眈的资金将到2500点左右狂买A股。这其中，既有内资，也有外资，而且总体规模异常庞大，甚至超过目前两市的流通总市值！他们正以无比的贪婪和耐心等待着猎物们自投罗网。

目前恐惧更多源自对宏观经济困境的忧虑。宏观决定市场，但市场与宏观不会亦步亦趋。人们一直试图探究中国经济与国际价格危机博弈的结果，但是，不可预知的因素实在太多，而往往只要一个因素发生转折，就会牵连全局出现变化。目前从美国对金融动荡的反应以及国内政策的积极变化来看，继续变坏的可能性不是很大——权威机构纷纷预测中国全年GDP增长约10%，CPI增长约7%～8%。中国经济和世界经济究竟在更长的未来将如何演变，其实目前各方面都尚无定论。所以，纵然国内宏观经济前景确实面临诸多困境并存在悲观因素，但是，总体来看，中国经济稳步增长的基础还在。自然，目前并不比全球关注的“越南股灾”少跌多少的中国股市彻底崩溃，也更加是不应该的。在这个方面，市场应该也会做出自己的判断，投资者不要仅仅指望政府表态或者频繁救市。

目前许多早在半年前“先知先觉”卖空出局的人，对当前的形势发展或许早有预料。现在才看到这一切从而变得悲观和恐慌的，已经是“后知后觉”了，不利因素已被市场过度反映。剩下的，便是那些“不知不觉”之人，将毫无理智地见跌就卖，正好顺应打压而制造出最后的底部。“先知先觉者强，后知后觉者弱，不知不觉者亡”，如果这是金融市场投资者各自的宿命，那谁都没有办法改变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对市场后势起主导作用的政治和政府因素不能不考虑：市场底越是远离3000点的政策底，空头越是危险。目前虽亏损累累却依然“手握重兵”的证券经营机构们，也不会全年连个中级反弹行情都放弃而坐以待毙的。所谓3000点和3200点压力重重的判断，并不可信。3200点是不当的从紧货币政策所导致的疲竭下跌缺口，而货币政策目前看来存在回暖迹象，中期是一定要回补的。

存款准备金调整后已经暴跌了两星期，最大跌幅700点，超过了20%。目前个股普遍超跌的情况下，理性的产业资本的卖出意愿已经显著低于金融资本，而金融资本已经在过度的悲观中招致了短期难以忍受的损失，部分机构已经开始进货。中长线资本即将迎来转机的时刻，过多地强调悲观因素并引发市场盲目杀跌，坑害的只能是短线投机者和普通的老百姓。

不排除市场可能会走到2000点以下，不过这也许在今年年底或者明年。即便如此，也不会一步到位。即将到来的中级反弹，值得期待，继续坚守和利用震荡逢低加仓才是上策。

中国的两句古话值得借鉴：其一，“否极泰来”，现在的股市，已经出现转势苗头，可能发生的余震不得不防，但是没有必要恐慌，未来一定比现在好；其二，“不识庐山真面目，只缘身在此山中”，研究一下国际关系，揣摩一下国际专家和投资机构如何看待中国经济和中国股市吧，会有好处的。外资或许比内资更懂得已被国人淡忘的“做多中国崛起”的内涵。

（2008-06-21）

 有多少制度性缺陷应尽早完善

中国股市到底怎么了？这个问题其实早已有答案。问题是，一直没有受到应有的重视，自然就也没有应有的改观了，否则，也不会弄成今天这个局面。相反，对于某些群众反映强烈的问题，有关部门却认为根本就不是什么问题。到底是不是问题，近期的势态已经做出了回答：政策面上，“一保一控”取代了“两防”，宏观调控政策也在出现积极的转变；基本面上，制约全球经济增长的世界原油价格出现了阶段性回落，国际股市纷纷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大幅度反弹，唯独估值水平接近历史底部的中国A股却如一潭死水。这样的局面，出现在奥运会前夕、出现在各级政府大力“维稳”的时刻，更加具有讽刺意味。

近期的看多派，有看重基本面的，有看重价值面的，有看重政策面的，有看重政治面的，竟然都遭受了不同程度的尴尬。这实在令人印象深刻、匪夷所思。2008年7月的中国股市，因表现为全球最差而上榜。这值得有关各方直面现实、认真反思。①

我们没有理由追究谁在做空，更没有权利限制看空做空，尊重投资者的选择是起码的底线。因为资本是投资者自有的，他们的切身感受不是别人所能左右的，如果听话做多还赔钱，为什么不可以做空？但是，却要反思，为什么偌大的中国却没有人做多股市？如果说散户是“一朝被蛇咬、十年怕井绳”而不敢积极入市，那么，政治觉悟和投资水平都较高又手握重资的各类机构投资者们呢？“国家队”呢？他们为什么集体缺位？为什么集体“悲观厌市”？为什么无人可力挽狂澜而放任少数力量的非理性肆虐并危及稳定大局呢？显然，问题出在市场内部，是市场本身的制度性缺陷过多而导致中国股市魅力尽失。这样的局面不改观，空头就会永远比多头更有优势，这就意味着如此病态的市场不可持续，不能参与。

救市与否的争论，已经让有关各方“打破了头”，其实问题的关键是政府的选择。在市场的一路下行过程中，对问题和形势的估计不足，导致改革举措不及时，进而造成了目前的被动。这说明市场对监管提出了新的较高的要求。过多地犹豫不决，将贻误战机，招致不必要的麻烦。就现在的市场来说，合理的反弹都不能支持，那么，等到再有风吹草动，市况的恶化就在所难免，届时，一定会比现在更紧张、更艰难。

市场的治理和监管需要对症下药、提纲挈领、取信于民。那么，从当前形势看，哪些制度性缺陷亟须完善呢？

一类是需要部门协调的较大的制度性调整政策。

1. 针对上市公司发起人股东征收20%的资本利得税②。

这需要证券监管部门主动联合国资管理部门和税务部门一起协商论证并

---

① 熊市中途，市场负面的东西不断暴露，争论颇多，这很正常；但呼吁归呼吁，侥幸的期待是不现实的。是为操盘者鉴。

② 经国务院批准，自2010年1月1日起，对个人转让上市公司限售股取得的所得按20%的税率征收个人所得税。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报国务院支持。有难度，但不容消极回避。个人一直觉得，这个问题是中国股市稳定发展的最为关键的问题之一，现在不解决，迟早要解决。解决之前的主板市场很难甚至不能恢复牛市格局，解决之前如果创业板贸然推出，那么市场矛盾将会严重激化，或可直接导致中国创业板市场大起大落后终至夭折的命运。因此在这里建议，必须放弃“同股同权”的歪理邪说，针对发起人股东的无风险暴利征收20%的资本利得税；缓解股市的成本和利益失衡，逐步消除股市的内在矛盾和对立情绪。

对于目前压制市场的大小非问题，政府应该力促国有控股上市公司做出表率，其控股股权的减持问题应该制度化，承诺永不减持到若干比例以下又如何呢？对已有的减持规定要细化，直至消除二级市场盲目的忧虑和恐惧。

2. 建立平准基金，帮助市场度过困难期。

3. 通过立法加大对违法乱纪行为的惩罚力度，严刑峻法，树正气、兴诚信。

还有一类是证券监管部门主导的制度性改革。

1. 完善上市公司再融资制度，限制再融资规模——任何上市公司单次再融资总金额不得超过同期净资产规模的50%；鼓励配股融资，提高增发和可转债的发行条件。

目前的上市公司再融资制度显然是有漏洞和不合理之处的，修改也并非难事。仔细研究现在的上市公司再融资，实际上存在大股东变相减持的嫌疑，加重了目前对大小非缺乏限制的市场失衡。因此，非改不可。

2. 出台上市公司强制分红制度①。

3. 恢复“T+0”交易制度，活跃市场——目前越来越多的投资人关注境外市场的波动，可见股市的风险来源正在扩大和多样化。当天买入的股票不能当天卖出，是对投资人权利的一种不当限制，有时会增加很大的风险。“T+1”交易制度僵化死板，不但不利于进出操作，也增加了投资者的不安全感，是不适应的，没有道理继续存在。实施“T+0”既方便场内投资者，也会带动更多资金进入股市，还能避免部分资金过度炒作交易更为灵活的权证。

其实，有以上措施就够了，怕的是“只有吆喝的，没有干活的”。

（2008-07-31）

---

① 2008年8月22日，中国证监会发布《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定（征求意见稿）》，自2008年10月9日起正式施行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于证券业的反思

政府突然宣布降低贷款利率和中小金融机构的准备金率，不少人以为股市应该见底回升才对。笔者连夜思考并写下《居易俟命与现金为王》一文，次日凌晨约1点发布在新浪财经网上，并嘱咐同事一早尽快发布在WIND资讯系统和公司的OA系统中。看网上的评论，有些人对我近期还继续看空是很不满的。其实，谁情愿看空呢？事实会证明，怀疑和贪恋的结果就是股市资产的急剧缩水。

从价值和长远的角度看，相信分析师们都觉得2000点的卖空值得怀疑，甚至认为现在的下跌也很“反动”。但是，有什么办法呢？多灾多难的中国股市偏偏又遭遇了罕见的危机。况且股市本来就是一个群众参与的非理性交易场所，更多的时候，价值只是一个看似迷人的幌子，涨的时候那就是“猪都会飞”，跌的时候就变成“熊必撞墙”。这种股谚，恐怕也不只是中国的专利。加之我国股市的立市之本和治理理念存在诸多不够完善的地方，所以，想说爱它，确实不易。好在，中国股市已经基本告别了可以轻松操纵的时代，个人的言论已不能左右市场大势——在市场面前只顺应规律。所以，市场下跌不能骂专家。专家的言论不是随便讲的，是要冒个人甚至机构的信誉风险的。“专家”把报告和看法无私地呈献给媒体和公众，一般也不会收费或掺杂什么私人利益，Bielive it or not，何至于经常怒骂而伤了和气呢？

凭笔者在业内十余年的经历来看，“黑嘴”只是极少数人。多数在阴极阳末无法实现自我超越并保持冷静客观的分析师们，他们现在多数也感到很尴尬，但是，这和“黑嘴”是两码事。他们不能全部承载市场之重。分析师也是人，不能把他们想象得太完美，同时，也必须清楚，他们也不值得崇拜。笔者知道的是，有些分析师甚至很年轻很单纯，他们或许刚刚出道就恰逢牛市，一方面对于人性固有的两大弱点（贪婪和恐惧）自然也很难超越，另一方面因自己没有全面的市场经验，糊里糊涂就被媒体、机构和投资者捧晕了头，容易随波逐流。巴菲特老人家之所以说最瞧不起的就是华尔街的基金经理们，笔者认为，也就是这个道理。不过，就算华尔街，也不会让这个职业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消失。这说明它还是有市场、有需求。在这里，希望经过一个大轮回之后，我们的分析师行业也要及时总结经验教训，争取培养出更多值得投资者信赖的优秀人才。而投资者需要做的呢，就是谨慎对待，不要偏听偏信，最后的投资策略，还是要自己做主。

在笔者看来，多数分析师需要在精通某一领域的基础上打通上下游并拓展知识领域，上至宏观下至市场都要关注乃至熟悉才好，同时还要提高投资修为和服务意识。不过，即便如此，证券分析师这个商业职务，既不是政府官员和政府的智囊机构，也不是企业主，所以，在一定意义上，他们有时候实在很难洞悉国家和企业的真相，提前预知更是难上加难。所以他们的优势恐怕只能限于就存在和发生的事实或现象作出规律性的推断和偏于理性的分析，而这种分析和预测，难免会存在偏差和出入。一旦他们真正遭遇公开资料未有披露或史无前例的状况时，一样会迷茫，研判失误也在所难免。譬如，目前美国的金融危机愈演愈烈，美国的金融资产在急剧缩水，全球金融市场因此剧烈动荡。那么，大家都想知道，我国的损失到底会有多大呢？为此，笔者问过有关分析师，他说很难预计。因为，他们既不知道我国外汇储备境外投资的具体决策程序以及资产结构，也无从预先知道各个银行对美国金融资产的投资明细——银行不会很多，但毕竟存在意外风险和不确定性。这就是分析师们的瓶颈，这就是市场风险。招商银行如果不主动披露其对雷曼兄弟高达6000万美元的投资，或者中国银行贷给雷曼兄弟12280万美元的情况如果不是被境外机构披露，知道真相的人，想必寥寥。随后我们看到工商银行、建设银行、华夏银行等也都跌停板了，谁又知道他们以及其他金融机构投资美国金融资产的详细情况呢？既然不知道，怎么评估和判断？那么，在事实未搞清楚前，在美国的金融市场还没有好转之前，你能够放心买入或持有中国的金融股吗？恐怕不会。所以，这个不确定性就表明，遭受银行、地产行业深度不确定性困扰的中国股市，目前还很难说能够摆脱下跌的旋涡。投资者仍然需要高度谨慎，不可侥幸涉险。

笔者曾做过5年的投资银行业务，同时也多年在大学里讲授投资银行的课程。因此，深深地知道：任何企业，只要成心不想让你知道的事情，即使你是他上市、融资的项目主办人、保荐人，你也很难知道真相或者根本发现不了深度的问题。何况分析师呢？所以，从这个角度看，笔者一直认为，保荐代表人制度迟早要遭到我国证券行业的摒弃。原因就是它成倍甚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至数倍加大了券商的管理和运营成本，而实际功效却实在乏善可陈，甚至滋生了很多不正常的现象。许多吃够了其苦头的券商，目前只不过是不方便反对罢了。发行体制改革的真正方向是什么呢？恐怕尽快推出注册制是唯一出路，也是市场化的必然，由此，监管部门可以从此撇清“责任和是非”，券商和企业也可以真正相互制约而不是合谋，投资者也不至于总是长不大。

我国股市两年间的牛熊轮回，实在是惊心动魄，至此1800点的时刻，尤其悲壮和不应该，值得所有参与者反思。拒绝救市和治市是不负责任的。有三种错误论调：第一种，不承认市场存在严重的问题，这就需要召开业内会议征求意见；第二种，认为不应该干预市场，这已经被证明是极其不了解国情尤其是中国股市的，美国政府当前的政策选择值得借鉴；第三种，认为救不救都一样下跌，殊不知，跌和跌不一样，投资者的信心和损失也不会一样，市场也不会危急到目前这样的程度。

值此危难之际，及时采取有效措施是扭转颓势并走向成熟的必由之路。问题很多，不一而足，关键取决于改革的诚意和效率。如果今后立市治市的理念得以扭转并真正能够从法制的角度加大对中小股东利益的保护；如果上市公司或主动或被动地像爱惜自己的羽毛一样爱护自己的信用和品牌，不再把二级市场的股东当做自己渔利的对象；如果中介机构的信托责任由于规则或竞争因素而不得不提升到一个更高的水平；如果普通投资者都不再盲目崇拜或随意谩骂证券分析师而都用自己的头脑来投资交易；如果大家都意识到全流通的价值中枢已经不可逆转地下移而不再盲目定价和追高；如果这个行业所有欺诈和作假的行为都能得到应有的惩罚……那么，中国的股市，才有可能真正成为国家的财富宝库和国民的精神家园。

股市的深刻问题和潜在危机，业内一直在警示和呼吁，令人匪夷所思的是，至今尚无有力措施出台。反差强烈不知究竟有何深意，更不知是何种思想和理念在其中作祟。难道真的不怕后面有大危机吗？

当“炒股注定是一件丢脸的事”时，我们不能不思考根源何在。不做深度的制度变革，恐怕毫无出路。

对于目前的经济困境和股市危机，笔者觉得，一方面是要坚决降息、降税、提升消费并逐步理顺价格体系以挽救经济；一方面是正视问题、积极变革、消除积弊以救助股市，二者须同步进行、殊途同归。进一步海阔天空，退一步万丈深渊。对于中国股市的前途，匹夫有责，业者尤其责任重大！而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且，股市不仅仅是股市，它还是财富的仓库，是实力的象征，是社会的缩影，是未来的镜子。因此，政府高层不能再坐视不管！股市衰危，后果严重。业内人士和利益攸关者，万望深思而慎行！

（2008－09－17）

不必迷信“大小非”

关于被某些空头视为救命稻草的大小非，笔者还是原来的意见：最好是改革，但是期待很快改革显然是不现实的。不改革大小非们，日子照样还要过，不改革也不影响系统机遇导致的行情持续。对于政府投入资金救市的说法，笔者觉得对缓解大小非矛盾是非常积极和必要的。

“大小非”当然是行情上涨的压力和风险，但二级市场的庄家大户就不是压力和风险？退一步说，假如现在重新锁定了大小非，那么市场就会飞涨？涨到什么位置呢？最后，照样会有更多的人在狂欢中迷失，很有可能的是，迎来更深远的暴跌灾难。所以说，抛开成本不谈，面对同样的市场环境，大家其实最终能够形成一个共同的价值判断，无论大小非存在与否，低估总是要涨，高估就必然会跌。不能把大小非们都想象成神仙，他们既可能会在低位卖出，也很有可能在高位选择不卖出。大小非甚至也会犯下地板价抛售的错误，这时候恰好提供给别人机会。10 月份解禁大小非抛售数量增加，说明大小非也不过是纸老虎。如果有人硬是把这看做是利空，未免有可笑、偏执的嫌疑。至于拿出海通证券限售股上市导致跌停板的例子来，我觉得也没有什么代表性。海通证券的暴跌，部分投资者出逃在先，这就是深得新规则的要领了。市场已经提前告知，剩下的是市场自行定价。跌到价值区域，它就不跌了。如果超跌了，那就肯定有机会诞生，有什么好着急的？看着海通证券在跌，心存期待的，大有人在。说不定不久就会大涨。证券投资的本质就是博弈。

今后最可悲的事情是什么？不是不改革大小非和大小限，这不是股灾的充分条件。最可悲的是“明知山有虎，偏向虎山行”，导致投资者亏钱的充分条件是不改高价购买和持有股票的恶习。所以说，真正有智慧的人，不会总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是怨天尤人。真正爱护这个市场的，就要善于反思自我、直面现实、呼唤理性，否则就会让股市非理性一再重演。

很多数据和迹象表明，不少敏锐的产业资本已经先后入市抄底，而彼时的证券专家们还在紧紧抓住“大小非”的尾巴而看空市场，这不是又一个国际笑话吗?①

笔者并非认为“大小非不可怕”，而是强调说大小非的存在不代表市场就应该永远看空、走熊，是强调必须以现实的态度重新审视倾斜的规则以及制定理性的认购策略，善意提醒大家要远离那些“危墙”，不要像过去那样高价认购新股，也不要高价持有那些“大小非、大小限”套现欲望强烈而集中的股票。至于政府资金直接入市，到底解救的是公众投资者还是大小非们，这照样是一个博弈的局面，难分伯仲。

最后笔者认为：在规则没有改变之前，一相情愿是没有用的。希望投资者尤其是机构投资者能够更加清醒和理性。**有效率的市场会让错误付出其代价。**如果真的是大小非导致市场难以为继，那么相信市场就应该有能力把胆敢高价发行的新股都让承销商们被动买下来。新股发行如果屡屡失败，市场运行规则想不改都难。

(2008 - 11 - 24)

13 很有必要无限期暂停新股发行

我国经济正在遭受源于国际危机和国内转型的严峻考验，所以，我们陆续看到了包括货币和财政政策在内的积极转变，尤其是国务院常务会议决定的4万亿元投资计划，更是表明了中国政府对当前经济形势的充分重视和决心。

不幸的是，中国股市投资者依然难以乐观起来。以大小非为代表的空头，竟屡屡无视中国经济的基本面以及中央政策的积极支持，大肆抛空股票、打压市场信心。同时，监管部门最寄厚望的证券投资基金，此时的表现也颇令

① 2009年中国股市在大小非减持的高峰年持续走牛。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

各界失望，导致我国股市近期的表现十分糟糕，甚至成为全球范围的至弱至阴。

11月27日央行宣布大幅降息108点后指数的直线下滑，出乎所有专家的预料，更是令投资者印象深刻。众所周知，利率的下调会提高股市的合理估值水平，但就连这样一个经济学的基本原理，都遭到中国股市的深度“妖化”。以前汇率升值被市场视为利空，尤其是对出口经济的利空，现在利率下调后，人民币汇率稍微下降，原本是有利于外贸企业恢复的，却也被某些机构解读为利空。凡此种种，表明市场信心恢复问题遭受了非正常的挑战，值得政府部门高度重视。

至此，我们很有必要搞清楚，中国股市到底怎么了？如此的股市走势对于经济和信心稳定到底意味着什么？对于提振投资和消费信心又意味着什么？事实上，中国股市内部的供求关系已经严重失衡，亟须呵护和改革。其突出表现在大小非对市场带来的严重冲击。如果有关部门没有认识到这个现实，其后果将是异常严重的。退一步说，假如目前真的不具备彻底改革的条件，那么就更需引起重视并及时给予积极引导。

当务之急，就是绝对不能让新股发行加重失衡，从而干扰市场和经济的稳定。那种不顾市场已经严重失衡的基本事实，片面强调融资功能的认识和做法，是对市场和投资者的极端不负责任，会对当前中央稳定大局的努力造成严重的负面影响。

下跌超过70%的中国股市，实际上已经严重脱离了中国经济的基本面。什么样的基本面？我觉得要从10个方面来认识：

第一，中国仍然处于“四化”中期：即“工业化、城市化、市场化、国际化”中期，发展潜力仍然很大。

第二，体制优势已经显现：美国危机后，世界都认识到，中国的“国有＋计划＋市场”是当前环境下的无敌模式。

第三，中国强大的国储能力使得中国稳如泰山而且能够在危机之后面临诸多机遇：截至9月末，国家外汇储备余额达19056亿美元。

第四，雄厚的财政基础：保证中国有充分的余地刺激经济进入新的高速发展周期：年收5万亿～6万亿元，2007年盈余706亿元，2008年上半年财政盈余11926.17亿元。

第五，中国的银行业实力已经今非昔比：正处黄金年代的中国银行业是稳健的，在西方银行纷纷陷入危机后显示出独特的经营优势，不但已经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全部实现上市，而且，国有商业银行不良资产比例由10年前的45%下降为6%。

第六，中国的储蓄资产是未来经济增长的强大后盾：居民储蓄20万亿元，金融机构各项存款高达46.7万亿元。

第七，中国的市场优势：消费与建设潜力均巨大，中长期甚至短期来看，政府都有充分的余地发展经济，熨平波动，甚至很顺利地启动新一轮繁荣。

第八，外贸优势将长期存在：中国的外贸优势根植于世界经济和产业调整的大格局中，是长期以来自然形成的，即便国际经济暂时减速和外需减少，但长期维持顺差的格局预计不会出现很大的改变。

第九，中国企业的成本优势将得到维持：中国庞大的人口基数以及富裕的农村人口，将使得劳动力长期维持充足而相对廉价局面，本次危机实际上使得劳动力价格以及原材料价格单边上涨的趋势得到遏制，企业的成本已经明显下降，新一轮繁荣条件逐步具备。

第十，人民币富有长期潜力：人民币的升值潜力源于国际资本对中国持续发展的长期看好，短期来看，国际资本的回流并不严重，长期来看，外资有加大进入中国的可能，而人民币的国际化趋势，也将为中国经济带来更多前所未有的机遇。据美林商网的统计数据显示：最近4个月，国际热钱主要从拉美、欧洲、中东和非洲流出，而流入亚洲的量占第一位。从国家来看，在过去8个星期之内，流入中国的热钱最多。过去24个星期流出印度的资金最多，为21亿美元，流出巴西的占第二，达10.37亿美元。相比之下，俄罗斯和中国的资金流出量较少，分别为5.7亿美元和7.35亿美元。

就像中央领导一直所强调的，中国经济的基本面是良好的，持续发展的基础是稳固的。这一点都不假。如果仅仅盯住眼前的困难甚至主观去夸大未来的风险，实在是有失偏颇。实体经济遭遇了内外冲击而出现了暂时困难，决不应该成为资本市场短视的理由，因为恰恰是资本市场，是只有依靠对未来的准确预期才能生存和发展的。

在政府各项稳定政策出台后，市场本来开始脱离底部并出现了一定的反弹，但是，这离我国市场应有的估值水平还距离遥远——降息后的理论市盈率水平应在约40倍的水平，而目前的水平才15倍左右。就连反弹幅度也低于国际主要市场。但是，即便在这样的情况下，还有部分机构以当年跌破1000点的非正常估值水平来衡量市场的底部，给投资者信心造成了严重打

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

击——某现金较多的券商一方面承认“单纯从静态市盈率的水平来看，已经和998点时的水平相近了”，一边还在宣扬“当前市场尚不具备足够安全边际”。一些基金公司也短视到不负责任地利用各项重大的政府利好政策抛空股票，被业界视为自己砸自己的饭碗。基金公司们在饱受诟病的同时，也在不断边缘化自身的地位。年关将近，不知道基金公司如何对自己的投资者们做出必要的交代？个人觉得，作为市场监管部门，确实有必要高度重视此类现象。甚至有必要效法国际市场的做法并顺应中国宏观调控政策，在必要的时候，为了稳定大局而采取非常手段加以干预！

也许，空头做空股市已经成为一种习惯，调查表明，正是证券市场制度弊端造成了空头非理性的泛滥。有人甚至说，中国的“资本市场的建设者们”正在把国企演变成我国股市最大的“庄家”，这就必然在无形之中导致社会矛盾不断深化，同时潜移默化地延缓了我国经济向消费增长型的转变。这实际上已经偏离了政府对股市的长期战略定位，是很不健康，也是很危险的。所以，作为政府高层，务必应从战略高度看待和及时解决当今的股市问题。市场内部的问题最为突出的就是新股发行制度本身存在致命的缺陷。

当前紧急的经济形势下，务必要认识到，股价指数就是全国人民的信心指数和消费指数，而放任股市问题恶化就是放任股指下跌，放任股指下跌就是放任国民财富流失和消费增长放缓，就是放任政府稳定经济的政策效果付诸东流！

政府高层和直接监管者，应该多到基层走访和调研，及时听取业者的诉求、市场的呼声和人民的心愿，从根本上抓住并消除困扰市场的基本矛盾并最终达到维护市场稳定的目标。

最近在《参考消息》上看到陈志武教授的一篇文章，说在巴西，政府一有财力就给国民减税或补贴，已经成为一种惯例。而在我国，很多问题正好相反。原油价格下降了100多美元，人们期待的成品油价格下降，迟迟不能出台，与原油价格上涨时候的迫不及待形成鲜明对比。2007年股市上涨到4300点，却横遭印花税的强烈打压。如今股市下降一年多，流通市值仅仅剩下六七万亿元，普通群众灾情遍地，应当引起重视。

2008年是一个清算年，事实证明，藐视常规、忽视市场风险以及对自己或他人不负责任的人，大多得到了一定的报应。群众的眼光是雪亮的，社会发展的大规律也是有迹可寻的。中央政府正在以“民生”为主旨建设和谐社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会，不知道最不和谐的股票市场，什么时候才会和谐起来。

不可忽视的一些事实是，我国证券市场的融资功能目前已再次被事实上消灭，创业板只好束之高阁，股指期货也被迫搁浅，对于呼声很旺的平准基金以及新股发行改革，有关部门尚未明确态度，市场只能消极理解。

资本市场固有的制度弊端较多，却始终没有得到根治。这种状况有可能形成恶性循环，值得高度重视！

改革是必须的，越快越好！证券市场稳定的当务之急就是妥善处理新股发行问题。综合全面的市场形势和战略分析，笔者慎重地以为：在短期无法根本消除股市积弊之前，必须要尽早明确宣布新股发行的无限期暂停，以此宣示政府决心并稳定股市以及经济面的投资信心和未来预期。

遭遇一系列重创的市场需要休养生息以消化已经积累的固有矛盾。只有新股发行暂停，才能逐步缓解股市失衡，否则就是雪上加霜。没有必要在经济和股市的危难之际，还执拗地把少数融资者的暴利凌驾于大众的利益之上！那些一心等待市场稍有反弹就急不可耐想恢复新股发行的想法，是有百害而无一利的，简直就是拿市场的稳定和投资者的利益当儿戏。

笔者在多篇文章中论及，中国经济足以引领世界经济的恢复和自救，中国经济有望成为未来世界的龙头，中国的经济基础和经济体系是基本稳固和健康的，世界各国都对我们寄予厚望。尽管世界金融和经济危机对中国有所影响，也决不至于说中国应该成为重灾区！但就在这样一种基本面良好的情况下，有些人还在顽固地危言耸听，扰乱民心，是非常难以理喻的。政府应用实际行动，对造谣惑众者所陈述的事实进行验证，没有依据的要严厉惩处，以悍然的决心和行动打消有些人的不当言论和行为。对于存在的问题，千万不要文过饰非，要知错就改。对于报喜不报忧，欺上瞒下的官员，要坚决惩处。这是由乱而治的必然之选。事关中国前途、市场前景和数千万投资者的切身利益，是到下决心的时候了！

还在上半年的时候，笔者就预言：对发起人股份导致的市场失衡和不公问题认识不足、对中国式的 PE 们的本性和特点认识不足，就急切要推出主要服务于他们的创业板，是很幼稚的。

笔者在这里也很负责任地判断，如果新股最近恢复发行，哪怕是开闸一家新股做试探，也一定会给市场带来非常恶劣的影响。股市的底部可能会再度面临考验，而由此产生的经济和社会后果根本无法以常理来估量。

据悉，目前股市 880 多家国有上市公司以及 700 多家民营上市公司的“大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小非”和“大小限”合计高达1.18万亿股，是两市流通股的两倍多。从9月26日华昌化工上市之后，IPO就被实质上暂停。而在等待发行的公司则多达36家，其中包括最早过会的小盘股珠海银邮，也包括中国建筑、光大证券、招商证券等4家拟发行超1亿股的大盘股。等待审核的则多达几百家公司。

如果顺应经济基本面、遵照市场规律和政府政策而看好市场的人，再一次被有关市场政策置于被动，我想，今后政府的资本市场信用就真的成了很大的问题了。所以，还是要慎重决策，不要在关键时刻因小失大。为了市场稳定、信心恢复和全局利益，问题多多的新股发行必须暂停，这是目前一切问题的关键。建议暂停后立即启动新股发行制度改革，千万不要让中国资本市场将错就错!①

(2008-11-29)



脆弱复苏可能再遭考验

超级流动性催生资产泡沫，迟早会达到登峰造极的水平。尽管如此，以往的教训使得历史不会简单重演——尽管不很清楚具体的挫折将来自何时、何处。本次的资产价格上涨，新兴国家一马当先，如果政府坐视不管，今后若被境外势力所利用恐怕难辞其咎。

(一) 从长期来看，必须重点考虑以下因素

1. 绝对价格和绝对估值：价格决定命运。
2. 考虑资本市场超前性：初测2012年后。
3. 紧盯CPI和货币政策：可能会出现两位数的CPI、两位数的利率和准备金率。
4. 紧盯美元和美国政策。
5. 股市、房地产和商品市场的相互印证。

---

① 直到2009年6月18日，以三金药业获得批文为标志，A股IPO方重启。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）目前已经出现值得关注的“负面”因素

1. 部分地区房地产量价回升到2007年顶峰，房租未上涨；据报道，杭州各商业银行已明确通报收紧二套房贷，从原来的首付两成、享受七折优惠利率，调高到首付四成、利率为基准利率的1.1倍。

2. 银监会《关于进一步加强商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》：商业银行理财资金不得投资于境内二级市场公开交易的股票或与其相关的证券投资基金，但可参与新股申购。

3. 6月份，中国钢铁产量创下最高纪录，大约相当于中国之后七个钢铁大国的总产量。

4. 从股市来看，新股再度遭到无理性的爆炒等。

（三）目前属脆弱复苏，下半年或再遭考验

1. 世界经济复苏缓慢。

世界银行6月22日预测：世界经济2009年负增长2.9%（3个月前为1.17%）。

世界银行：俄罗斯正步入深度的长期衰退，将成为受危机影响最大的大型经济体之一，2009年经济可能萎缩7.9%，除非原油大幅反弹，否则2012年都很难重返危机前增长8.7%的水平。

巴菲特：美国金融体系已经不再面临崩盘的风险，不过经济尚未重新运转起来。还没有看到美国经济复苏“嫩芽”。不要指望经济会在短期内复苏。

2. 中国政策基调的变化以及深度矛盾的显化。

2009年末或2010年初，警惕新问题的出现导致预期转淡，如资产价格过速膨胀引发的货币政策调整、政府投资弊端显现、外需不振和民间投资不足以及由此造成的生产过剩和就业困难等。

长线仍是机遇期，几乎任何市场的深度回落后都值得“慈悲救助”；期货精英也不妨在阶段性顶部做一回“非道德的投机者”。

3. 借鉴20世纪90年代亚洲金融危机经验，新兴国家可能会提前遏制资产泡沫。

笔者推测，政府的干预是迟早的，但目前看还不至于急转直下。像从前宏观调控的滞后性一样，政府出手总是姗姗来迟，然后逐步升级。在此之前，市场似乎还有一定的表演时间，而庞大的社会资本也会继续表现出其“不见

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

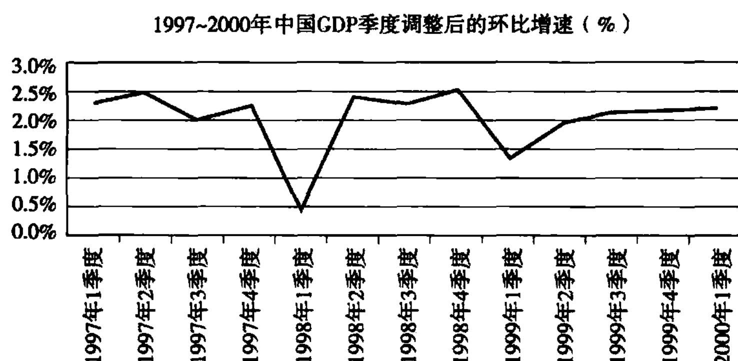


图2－1 亚洲金融危机后中国经济的W形恢复路径

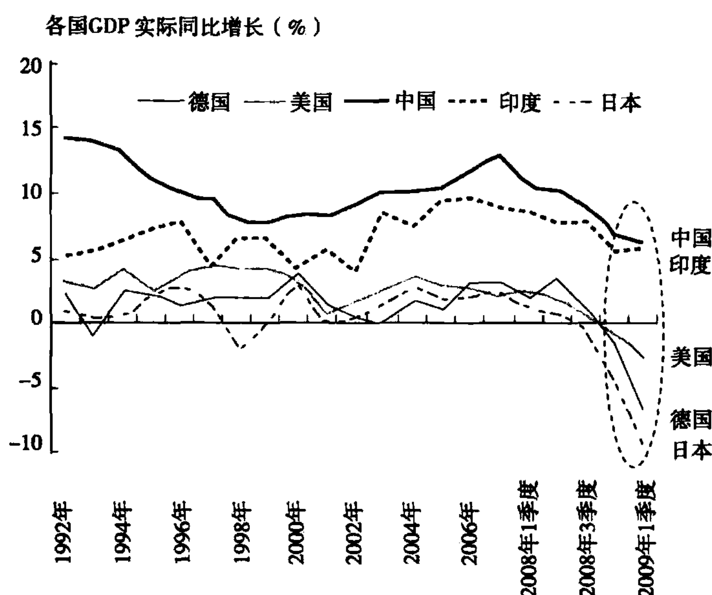


图2－2 目前中印与发达国家经济增速差异扩大

资料来源：CEIC，中金公司研究部

棺材不落泪”的本色，大级别的行情总是习惯在疯狂中迎来落幕的钟声。

初步预计，我国股市与房市下半年可能再现低点，此后有望在美欧经济复苏的带动下，重拾升势，进入牛市第二波。

（2009－07－10）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

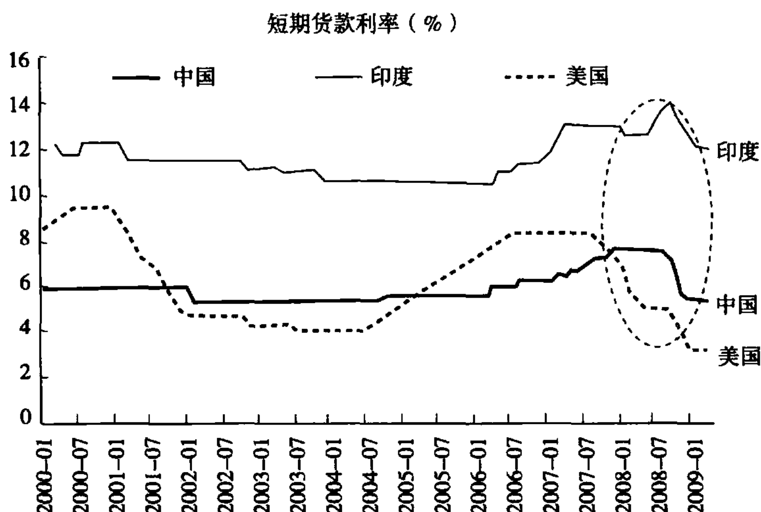


图2-3 目前中印与发达国家利益扩大

资料来源：CEIC 中金公司研究部

应对过度投机说“不”了①

资本正变得越来越强势，最为突出的表现就是大资本们对政策的影响力日益增强，甚至导致一些政策开始与寻常百姓的利益产生矛盾。同时，资本对舆论和市场的影响也日渐突出，政策效应往往因此而被夸大甚至被扭曲。

也许直至最后，人们才会发现：市场的剧烈波动其实是既得利益者的财富放大器；而另一个不可忽略的事实将是：众多普通百姓在市场波动中惨遭资本大鳄的洗劫，他们的财富注定将被动缩水，生活质量因此每况愈下。而不参与投资与投机的人，原有财富也可能会相对缩水。有钱的越来越有钱，没有钱的越来越没钱。

投机过度实际上已经表现在中国经济的几乎各个重要领域。房地产与股

① 2009年8月起，中国上证综指自3478点开始出现持续下跌，至本书截稿最低下探到2480点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市首当其冲，还有成品油市场、生猪与猪肉市场、高端白酒等消费品以及钢铁与铁矿石行业等。

房地产价格的持续上涨，已经违背了多数人的利益，遗憾的是，这种势头恐怕还将持续。活生生的现实其实很残酷，房地产商很不谦虚地叫喊着：房地产在拯救中国经济……这话有一定道理。不过承认这样的事实，心理难免不是滋味。不知道未来将以什么样的方式扭转这种显然的失衡。我们确实有必要反思和警惕。

房地产行业的问题不仅仅在于价格、政策和开发商，还有其他社会因素，其实都可以归结到过度投机问题上来。例如，石家庄等地区的经济适用房和限价房遭到弃购，北京等地大量的经济适用房被业主用来出租牟利等，这说明我国的保障性住房政策没有得到很好的落实。经济适用房或政府限价房竟然高于周边商品房的价格，这首先是个滑稽的事情，值得高度重视，即需要有关方面对此现象尽快调研并作出解释。经济适用房用来出租，显然违背了有关经济适用房政府规章。这恐怕不仅仅是当时审查不严的问题，还有更深层次的原因。商人赚钱可以不讲道德，但是政府不能不考虑社会的公正，政府的导向应该始终是明确而负责任的，太过离谱的事情不能不管。

中国股市异常强劲，有合理之处，也已有巨大隐忧。中国股市，一直以来都缺乏某种灵魂，很难说诚信二字。普通人永远很辛苦，到头来可能还难免被人算计，只有内幕交易者似乎一直很得意。他们赚钱不需要专业，也不需要分析，然而他们或许最从容、最赚钱。有人说：涨啊，储蓄搬家才刚刚开始！这明显暴露了资本大鳄盯住了庞大的居民储蓄，不得不说，这是一件很危险的事情。在股市暴涨暴跌的背后，投机文化似乎在诉说着什么或者发泄着什么。

很多人还没有意识到，全流通后的中国股市已经发生了质的变化。单从新股发行的角度看，全流通后的股市，融资已不再是企业上市的主要目的，更为重要的意义已变成了竭力提升原有股东的价值，所以上市公司往往只发行法律许可的、少得可怜的股份（例如25%或10%，甚至有的低于10%）。如此新股发行，实际上只是利用了股市的定价功能和退出功能。少量股份发行换取上市资格，相当于在偏爱疯狂的股市与老股东之间建立了一条非常微妙的资本通道——利用股民的盲目热情在锁定期后逐步高位套现。发行股份越少，价格越是高得离谱，就越是受到投资者追捧。没有人觉得这是个严重的问题，更没有人去限制。事实将会证明，如此发行机制最终会损害股市本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

身。新股的爆炒，因此更显得可笑。发行价格已经很高了，还要更疯狂地爆炒，一倍、两倍地翻番，毫无道理。还有就是募集资金的管控规则存在严重的问题——大量由于超溢价发行而获得的巨额资金被注入发行人账户，远远超过了原有投资项目的真实需求。其实，监管部门是可以限制上市公司此类行为的，例如规定他们必须减少发行股数，以避免资金超额募集和滥用。这对市场稳定和中小投资人而言，也是一个必要的保护。

一直以来，成品油市场高度垄断与效率低下并存，2009 年的国际化和市场化举措背后，是垄断者的利益得到了实质性的保证，消费者的利益其实并非改革关注点。利益面前，大家都很浮躁，弱势的不满，强势的也不满，过度投机的心态已经使得行业利益的调整变得越来越难。

记忆犹新的猪肉市场价格波动，引发了政府后来的生猪补贴政策。然而，投机分子一拥而上，结果很快造成了鲜猪肉严重过剩，让许多养殖户亏得血本无归。养猪这个在中国再普通不过的行业正在变得波诡云谲、风云激荡，未来哪个普通百姓还敢贸然进入?

高端白酒越来越贵，似乎永远都有涨价的能力。眼见着一瓶茅台、五粮液的价格向着千元冲击，不知道是哪些人的消费能力竟有如此之强。

钢铁行业就更加突出。人人都知道产能过剩，人人都知道行业面临铁矿石被境外“掐脖子”的被动，但是今年既有唾手可得的贷款，又有短期爆发的需求增长以及现货商囤积行为的故态复萌，那么作为生产商，谁又能抵制住短期利益的诱惑呢?所以钢铁生产勇猛地再创天量。已近 2 亿吨的过剩钢铁，今后将如何处置呢?行业将怎样良性发展呢?

煤炭的价格始终压不住，也无法压住，可见市场力量之伟大和顽强。备受煎熬后的电力价格，如今终于也按捺不住，涨价的序曲已然开始奏响。水价上涨也有背后的推动力量，所以也不乏冠冕堂皇的理由，但愿老百姓能真的因此节约些资源，这或许是很多人唯一的选择。

只有粮食，除了政府的慷慨救助，尚没有形成大型利益集团，所以跌得再低，也没有更多“主流”主张涨价，更不会一涨再涨。

价格的涨跌和市场的轮回，本是很平常的事，但是透过现象看本质，经济问题本身并不单纯，相关的原因以及影响，确实需要前瞻预判和提前应对。

上半年的总量调控没有错，但是必须承认，超级流动性的弊端和结构失衡的矛盾即将显现。接下来，看结构调整的了，不过后者的难度系数恐怕要高很多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总之，环境变化很快，人与市场乃至文化也在快速改变。大家都朝着各自的眼前利益而去，似乎眼前的目标就是一切。但是，未来呢？是主动调整还是撞了南墙再回头？

时常想起“狮子王”中一群邪恶的猎狗追逐狮子王的画面，总感觉代表正义的狮子王，对不断骚扰的猎狗们已经不胜其烦，但它却无可奈何。那些阴险的猎狗们，正步步紧逼狮子王。后者偶尔回头龇牙咧嘴地怒吼一声，心虚的猎狗们就会一哄而散。然而，当狮子王刚刚转身前行，更多的猎狗们立刻快速聚集、呼啸而至……真的难以想象最后的结局是怎么样的。也许有一天，雄伟的狮子会后悔：过去不该姑息这群可恶的家伙们！

眺望前方，不自主的忧患意识让人隐隐不安。境外的复苏如期而至，国内的市场或许还将上行一段时间。但是别国是在补涨，而我们则可能因此走向疯狂。美元的下跌又开始了，理论上支撑资产价格快马加鞭。投机的气氛渐渐浓烈了，今后需要一个理智的因素加以遏制或降温，这或许对大家都很重要。

（2009－08－03）



超额募集反映了股市的什么问题

最近的新股发行，超额募集情况可谓触目惊心！

粗略算了一下：

中国建筑（601668）居然超额募集90多亿元！相当于多少家中小企业的IPO?!

家润多（002277）超额募集约4.79亿元，实际募集比预计募集资金5亿元接近翻番！

久期软件（002279）超额募集约1.946亿元，实际募集比预计募集的2.18亿元也接近翻番！

万马电缆（002276）超额募集约2.32亿元，比实际募集3.42亿元超了7成多！

……

如此泛滥的募集，对于上市公司当然是天上掉馅饼的好事。但是新股募

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集资金却不是银行贷款，是无息资本，而且是溢价带来的超额纯收益，是股民的血汗钱。如此慷慨的市场，实为罕见！

这会不会激发上市公司又一轮的资金滥用？长此以往，二级市场又是否可能因此而加速枯竭呢？

问题很严重！究其原因，第一，受惠于几经改革然始终不尊重二级市场的新股发行制度。第二，发行价格过高。发行价格何以偏高？一是因为新股发行定价机制“放开”了；二是市场总是钱太多，或者人太傻，或者二者兼而有之；三是很多狂炒的人使用的不是自己的钱——钱如果都是自己的，我想敢于豪赌的就会少多了。

股市定位重融资、轻质量，这与 GDP 崇拜是一脉相承的。就像你很难想象部分地方官员会突然把 GDP 的增长看轻了，转而真正首重环保质量等长期问题一样。从一开始笔者就不看好新股发行体制改革，不过，错得如此离谱，还是超过了想象。这种明显不合理的现象，为什么屡屡出现？难道就不能加以改变吗？募集资金以实际需求为限，应该是一个值得坚守的规则。

（2009－08－04）

辨析股市的五重忧虑

超过 20% 之后的再次快速下跌，已使市场笼罩在一片肃杀气氛之中。看来低估了这轮调整的力度。

总结起来，仍然认为中国储蓄充足、经济止跌回稳态势以及宽松信贷和外资流入导致的流动性状况都没有出现实质性改变，也不可能出现实质性逆转。即便短期的深幅动荡，也根本无法改变通货膨胀和资产膨胀的长期预期。

股市之所以持续暴跌，除了对信贷收紧的担忧以及违规入市的信贷资金持续撤离之外，是因为目前市场确实还存在五个方面的短期忧虑：

一是美元止跌并有开始走强之企图，一旦美元走强则大宗商品价格会遭受极大冲击，这是有色金属和煤炭这两个主力板块走弱的重要原因。但正如大家所看到的，美元最近确实止跌了，主要原因是美国复苏信号增强以及欧洲经济相对较差等因素。不过只是在试图筑底，走强之路充满艰辛。从美国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赤字规模发展趋势以及经济恢复速度来看，美元走强面临重重压力，即便反弹，也不可能期望很快出现牛市效应。初步预计，经济复苏带来的大宗商品需求回升有望部分抵消美元试图走强带来的压力，基本商品价格的回落空间应不会很大。

另外一个负面的忧虑来自于房地产市场。一种最坏的担心是：上涨过速的房价可能会出现剧烈震荡，这是近期银行、地产走弱的内因。首先说，不排除这种可能性，就像股指从 2000 点以下一口气上涨到了 3480 点，不可能不出现回调一样。预计价升量跌的房地产市场出现短期震荡也是合理的。可幸的是，地产和银行股前期的持续回落，已经在很大程度上释放了房地产价格可能的短期回落而给股市带来的系统风险。

三是市场忧心 IPO 和增发过速，确实愈演愈烈，有些不顾市场承受能力的苗头，应该收敛。

已有很多关于融资的统计资料，这里不再引述。不过，对于 IPO 和再融资，应该辩证地看待。股市的一个重要功能就是融资，这无可厚非，甚至，融资本身有利于抑制泡沫过速。历史资料也多次证明，从来不是融资本身决定了后市的走向。相反，新股发行价格过高的危害远大于扩容本身，而发行价格过高的根源则与有关发行机制以及投资者盲目申购有关。

股市正在成为银行、地产业上设计公司再融资的重要工具，股市的每一次高峰都被这些强势公司所利用，间接达到了快速、大量吸收社会资本的目的。本次提高银行资本充足率的一系列政策，与其理解为逼迫银行紧缩信贷，不如说是在逼迫其加紧增发融资。短线看对市场利淡，中线看则是对银行乃至地产业的一种保护性利好，从长远看有利于维持中国目前所制定的经济发展战略——尽管它并非尽善尽美。这项政策显然有助于增强银行的实力和风险防范能力，很有战略性、前瞻性和实效性，远期目标直指未来可能出现的源于地产动荡的风险防范。在地产、银行这些龙头公司能够以近乎掠夺的合法手段在股市有效融资的现实条件下，市场对于这两个分别主导实体经济和金融体系的行业，没有杞人忧天之必要；相反，这说明造就金融泡沫的机制依然保持，并且历史经验已经让银行、地产等公司更加主动。在泡沫之前、在资金链断裂之前，有所警戒是应该的，但目前仅限于对有关政策的浅层解读，是过度悲观的根本原因。相信不久后，投资者会发现，银行、地产公司仍是现有政策保护的重点，未来的地产、银行业仍将继续称王后市。

四是发改委连续发布旨在控制物价涨势的举措令市场担心中央调控方向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有变。

物价开始回升，这本应看做经济回稳的重要信号，是好事情，毕竟很多人还尚未走出危机之后的通缩阴影，然而，很奇怪，物价刚刚回暖就让很多人不安。我的看法是，中国有一批专家学者偏爱习惯性地惊呼通胀、反对资产价格上涨。这次喊得也太早了，估计喊不喊都于事无补。如此舆论，最后损害更多的是股民和农民的利益。明明知道大势不可逆转，偏要出来蛊惑人心，以至于政策本身的正常执行都受到很大干扰。

行政手段或者人为去控制物价，的确是一种颇令市场感觉不安的因素，何况违背油价调整机制是一种失信行为，这更加让人觉得政府未来很可能不按常理出牌，因此加重了市场的悲观或者恐慌情绪。对此，包括笔者在内的很多人几乎无法置评。

不过最新消息表明，成品油价格调整方案已经公布，虽然调整幅度不如预期的大，但对于中石化等的走势将起到稳定作用，预计进而会在一定程度上稳定投资者的情绪。

五是单从市场技术层面看，第二轮的下跌仍未到位或企稳，再破2500点一线的可能性已经昭然若揭了。

单月跌幅21.8%的8月大阴线仍然表明，市场的空头气氛十分浓重，9月继续探底的可能性是非常大的，至少上半月的行情仍不容乐观。

个人认为，2500点已是一种极端走势，再往下大幅下跌的概率相对较小。第一，经济复苏的大趋势以及2009年以来的持续上涨效应；第二，在全球货币充裕而且中国遥遥领先的大背景下，中国股市真的会走出超过30%跌幅的大熊市行情吗？外资怎么看待这样的走势和机遇呢？第三，什么样的基本面能造成中国股市持续暴跌1000多点还不能止步呢？这样的预期会符合国内外经济数据和企业赢利向好的基本面吗？这不代表中国所有的稳定经济的努力都功亏一篑了吗？第四，前期IPO和再融资相当急迫，这与市场融资恢复不久有关，但随着市场的走弱必将会有所收敛。

(2009-09-01)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



理性、信用和信心共拷中国股市

一直认为，A股估值并不高，所以总体风险不大，并且，随着经济的复苏，股市应已步入牛市格局。尽管如此，要知道：罗马不是一天建成的，前进的路是充满曲折的，曲折的大小取决于现实。

短线来看，股市还是值得警惕的：毕竟8月的惊世暴跌犹在眼前，9月超过400点的反弹已实属不易，想一举收复8月跌幅，恐是较为困难的事情。在此之前，市场可能继续跌势以完成“大三浪”下跌。

（一）一级市场过热

净资产3毛钱的中冶港股已经远远跌破发行价，这一定会成为一个标志性的事件。其含义有待市场进一步诠释。投资者可以回顾一下目前恰巧也身陷“减持税收旋涡”的紫金矿业，该公司在2008年4月首开面值0.1元发行的先河，发行后市场一路走跌。相信这些对盲目过热的新股申购乃至今后的炒作之风是一个警醒——只有市场下跌才能唤回投资者的理性。

创业板市场的申购价格远超预期，以40～68.8倍的市盈率申购新股，所有公司的融资额将远远大于原定募投项目需求。按这个过热趋势，创业板上市后可能很快就曝出些“百元小股”。当年的中石油都能48元，这也没有什么可惊奇的，然而接下来的是什么走势，实在不敢看好。而进一步的问题可能更加严重，那就是“发行过高＋上市爆炒”可能会导致我国创业板市场的夭折，至少遭遇长时间的冷清和质疑。

全流通后一年多来，主板“炒新族”逐步遭受市场的教育而有所降温；接下来，创业板有必要教育一下“申新族”，教育一下我国股市那些显然很不合理的“潜规则”！

（二）宏观基本面遭遇挑战

大背景是美国以“轮胎特保”开启了贸易保护主义的大门。这也许不是一个特例，看看奥巴马是怎么说的吧：“现在是时候重新平衡全球经济了。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们不能再回到之前那个时代：中国、德国和其他一些国家只是卖东西给我们，致使我们在产生大量信用卡债务或房屋权益贷款的同时，却没有出口任何东西给他们。”奥巴马已经把矛头直指中国，国际贸易保护将给弱势复苏以及生产严重过剩的中国经济带来很大的、持续的压力。更为严重的是，被视为全球领袖的美国，在贸易保护方面的选择，有可能在全世界掀起新一轮破坏力巨大的贸易保护举措，例如欧盟24日决定，对产自中国的无缝钢管和铝箔征收为期5年的正式反倾销税，税率分别高达39.2%和30%；9月17日，美国钢铁公司向美国商务部提交申请，要求对从中国钢管产品征收最高60%的反倾销税和最高30%的反补贴关税。此前的9月9日，美国商务部刚刚宣布对从中国进口的石油用钢管征收临时反补贴税，税率为10.90%～30.69%。目前美国纺织团体和各大纺织工人工会也正在密切沟通，准备对中国进口服装提起特保调查。另据媒体报道，目前准备对中国商品销售实施保护性措施的国家达50多个。

人人自危才会人人自保，反对贸易保护的宣教在这个危机时代注定不会取得很大的实效。奥巴马的决心是对的，但其讲话不算策略、不算高明，怪不得有人怀疑奥巴马的蹩脚外交正在葬送美国的控制力并进而可能破坏世界格局的稳定。其实他完全可以说：“美国不是诚心要搞贸易保护，而是美国不得不减少贸易逆差，这有利于美国，也有利于世界！”不过市场还是看透了美国的政策取向。未来对于美国贸易逆差有望逐步改善的预期，很可能将为美元提供再次筑底或上扬的动力。这将对资源商品的上涨构成强大压力，而商品市场的降温对于股市不是什么好消息。尤其是，即将于10月全流通中国石化的短期走势，以及煤炭和有色金属股都值得密切留意。

美股在半年左右累计上涨了近60%，而2002年经济触底之后，美股却花了3年多的时间才回升了60%。中期调整是否出现值得警惕，尤其是最近的美联储议息会议表明，为了稳定美元，美国可能急于实施“退出”政策，这会对股市构成压力。

国内来看，早已上涨乏力的楼价不容乐观。频频刷新纪录的“地王”和银行、地产公司的巨额再融资，也让人隐隐感到不安。难道有流动性支持的房地产市场就应该是个只涨不跌的不倒翁吗？目前对于信贷流向、证券违规、偷税漏税、国企高管薪酬、个人大小非税收问题、山西小煤窑等整肃力度，显示了政府深化调控、消除矛盾的新动向。尤其是国土资源部最近启动的“土地储备全国大调查”，让人预感房地产市场有可能在不久遭受巨大压力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据了解，其上报截止日期为 10 月 10 日，之后几个月有望对集中反映出来的问题进行逐步解决，可能对房地产市场造成一定影响。所以有必要警惕短线风险，不要一味侥幸。以下事关房地产的敏感问题值得持续关注：热议中的物业税、公务员家庭资产公开，以及重庆的新房改目标——一个正常就业的普通家庭，6.5 年的家庭收入可买得起一套中低档商品房。

（三）市场技术因素

技术分析上看，市场在半年线下上涨意愿显著不足，虽暂时得到 2800 点一线的支持，但是基本面的恶化将增加市场继续向下调整的可能性。技术图表上看，市场信心不足，上升可能远低于下跌可能。下一次跌到 2500 点，也没什么好奇怪的。不过，毕竟市场近期已经下降了 200 多点，继续下跌的估计不一定正确，但值得观望。

（四）“某高端白酒”案件的影响

“某高端白酒”的面纱正在一层层地被揭开，让人想起了那句话：“人生就像剥洋葱，真谛还没有看到，可能早已泪流满面……”

不应该把“某高端白酒被查”看做一个孤立的案件，正常的话，市场最终会将类似的“洋葱”们一个个剥开。股市的真谛，相信届时一定会令大家印象深刻。中国投资者的生存环境实际上并非安全。

“某高端白酒”这个长期强势的上市公司，有可能揭穿蓝筹不灭的神话，揭开所谓“好公司”、“好品牌”背后的信用缺失和商道败坏。当然，一个民族大品牌不可能轻易覆灭，但对于人们精神和市场的冲击是巨大而不可忽视的。

因为“某高端白酒”，整个投资界都需要反思：“对于那些声名显赫的大公司，到底还有多少黑幕不为人所知?”

“某高端白酒”有可能冲击市场信用和信心——券商也好，基金也罢，承认信息的不对称吧，不明就里的长期推崇和追捧是不是有些盲目?

（2009－09－25）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



新股发行改革的思考与建议

“中国证券市场20周年回顾与展望暨上市公司市值管理高峰论坛”上，不少与会专家历数中国证券市场之弊端，涉及信用问题、内幕交易、过度投机、过度融资等，提出“应加大投资者保护力度”。遗憾的是，对于到底如何从源头和制度上加以改进，还没有进一步的解决方案。

多年来，新股发行制度屡屡成为争论的焦点。从认股证、摇号中签、比例配售、市值配售、定价发行、竞价制度、询价制度，不一而足，新股发行也是停了发、发了停，从IPO到再融资，几乎一直都在试错。然而，有一个结果却很清晰，那就是以融资人为主的强势群体总是能钻政策的空子，中小股民利益却总是受损。因为总是漏洞百出，新股发行制度本身最终也难以为继。

新股发行早已被视为免费午餐，是人人都想吃一口的唐僧肉，也难怪新股发行总是不胜其累，以至于市场屡屡因此承受重压。但愿接下来的改革不只是走走过场，应该有一些实质内容。

数据显示，2009年6月A股恢复IPO以来，半年中在3000点上方扩容了111只新股。2010年5月股市跌破2500点，期间大盘新股相继破发。中国西电上市不到10分钟即破发，为5年来首次，同时两家创业板破发，多数创业板股票跌出了上市以来的新低。截止到2010年5月下旬，新股发行改革1年时间里，254家公司成功登陆A股，首发募资达3867.644亿元，平均市盈率超过50倍，88家新股遭遇破发。在法人股不断解禁和减持中，在新股发行达到疯狂的程度下，基金主导业绩不断下降并已经丧失主导权，基金发行面临困境，可以说市场已经再次濒临融资功能丧失的险境。是该坚决改革的时候了！

任何制度都有两面性，不过，当极端不合理的行为“合法合规”地发生时，不能眼睁睁地放任其一再发生。目前的主要问题是，发行人与承销商很容易形成不利于投资者的“共谋”，导致发行价格屡屡偏高一直影响了市场的稳定，因此必须对融资行为加以约束。在我国，资本市场也才只有20年的历

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

史，投资者的价值意识和行为理性还有待提升，最典型的表现就是对新股的过度追捧，尤其是对发行数量较少的股票。也正因为如此，制度的责任尤为重要。

总体来看，中国股市还不是纯市场化发行的市场，所以对诸如创业板这样的小市值公司的发行价格放任不管并允许超额融资是很不适宜的。另外，股市高潮期中的IPO与再融资价格节节攀高、助推泡沫，导致大量机构投资者都难逃其后被增发的股票所套牢的结局。

中国股市也远非一个法制市场，造假的、违规的都不能得到及时的惩处，也很少有公司被强制退市，这些势必影响新股发行和市场运行质量。中国股市还有很多的特权公司，能够超快、超高发行，应不应该允许这些现象继续发生，值得慎重思量和决断。

上市公司资金使用效率低下却又疯狂再融资，限度到底在哪里？怎么监管？企业与保荐人甚至与公募基金等联合算计中小股民的现象有没有？如何防治？这都需要调查、思考和解决，需要抓典型、办大案、树正气，否则什么样的制度都不好使。

制度怎么改，那是大家商讨的结果。不过，既然我们还不是市场化发行，那么政府和制度就必须承担必要的责任，而不能放任制度的摇摆而忽视了对投资者利益的保护。

新制度是否进步，就看是否能够有效实现“两个严防”：严防高价发行、严防过量融资。至于新股过度炒作，据说已经得到了明显的遏制，如何遏制的呢？主要原因就是发行价格越来越高了。发行价格过高，本身就是一件十分荒唐的事情。

当务之急是必须改变证券市场融资者不承担任何责任和风险的现实，必须在发行价格和融资量方面对融资行为加以约束，使相关各方实现责权利对等。这是发行“市场化”的前提。为此要有相应的制度措施，否则即便是监管部门也会相当为难。

在此郑重建议对新股发行做“联合维护发行价”① 规定：新股上市后的12个月内，若股价连续20个交易日低于发行价的90%，则发行人、承销商、询价机构或特别约定机构须于以上条件满足后的第一个交易日起，按

① 2010年6月4日，中央人民广播电台106.1《中国之声·新闻晚高峰》节目就新股大面积被发问题采访本人，再次提及“联合维护发行价”建议。和讯网等关注并采访。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

照招股说明书约定的相应比例，用自有资金、以不高于前次发行价的市场价格持续回购该证券，且每日回购总量不低于发行总量的2% ~5%，直至价格回升到不低于前次的发行价或前次发行证券被全部回购。联合维护期前后，以上各方均有权随时按照不低于发行价的市场价格卖出因联合维护而买入的相应股份。若因联合维护而导致上市公司失去上市资格，由发行人与保荐机构共同处理退市事务，各相关利益主体按照相关法律规定共同承担退市后果。

实际上，过度融资和发行价格过高已经导致我国股市投资者长期处于被欺诈和被掠夺的地位。发行上市不是“一锤子买卖”，新股发行绝不是价格越高就越好，关键是上市公司要有长远的市值管理意识。“联合维护发行价制度”可以有效克服长期以来的新股发行过量和价格过高的弊端。

应该说，任何新股发行的市盈率原则上都不应超过20倍——这已经明显高于发达国家二级市场的平均市盈率了。我们也知道，私募基金购买未上市股权的市盈率一般在5~8倍，再好的未上市公司股权都不应超过10倍的风险边界。所以说，任何高出20倍市盈率的新股发行都是证券市场独特的机制带来的制度性暴利，应该加以约束，何况，中国证券市场的现实是屡屡大幅超越这一合理边界，这对二级市场及投资者来说，都是灾难性的影响。

20倍的发行市盈率对融资者仍然有暴利可图，不怕没有人愿意接受。想发高价也可以，那就努力在发行前提高自己的经营业绩。非要高价发行也不怕，只要有“联合维护制度”，至少一年内还是自食其果。这对发行主体以及参与各方，都会是一个不小的考验和挑战。总之目的是遏制利用二级市场投资者的盲目狂热来抢钱，甚至遏制造假和欺诈。至于长期的价格定位，市值会说明问题，也会直接影响发行人最终的财富总量。

为了抑制过度融资，任何新股发行募集资金总量不得超过发行前一年末经审计的净资产总额；若是再融资，则融资额不得超过上市公司最近一期净资产的50%。同时，对上市公司再融资，一定要强调大股东的责任，不能总是任其置身事外，应坚决规定其必须认购一定的比例，否则上市公司的融资不予放行。汇金公司的做法值得肯定。同时，任何公司单次融资用于补充流动资金和银行贷款的资金不得高于融资总额的10%，否则必须自动削减融资规模等。

对于IPO来说，新股发行也不是越少越好，有些规定有过时之嫌，有必要修改。目前的法规允许总股本4亿元的上市公司流通股本比例最低可以为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10%，这就会导致某些公司得以高价发行仅仅10%或更少的流通股，从而实现原有股东90%以上股本的全流通，此后就可以开始“割韭菜”式的实施高价减持了。这显然是很不合理的，是对二级市场的严重侵害。这样的规则必须改！已经基本实现全流通的市场，应该统一规定任何公司首发流通股本不得低于总股本的25%，或者至少大幅度提高门槛，只允许100亿（含）以上总股本的公司有所例外。

资本市场的制度必须对普通投资者负起应有的责任，未来亟须对已被市场深恶痛绝的过度融资行为加以严厉限制和约束。联合维护发行价制度可以有效提升我国证券市场融资者的责任意识，避免过度的融资并限制不合理的高价发行，进而可以改善证券市场的多种弊端。当然这并不意味着制度本身就会完美，除了“市场化”之外，不可能有什么一劳永逸的新股发行制度。需要注意的是，在我们还不具备市场化的发行条件之前，一定要对“市场化”有所警惕和防范。所以，制度实施过程中的合理监控和动态调整异常重要。即便新制度实施以后，也还要有防备措施和干预预案，目的就是要维护制度的公正性，防止被曲解和滥用，若一旦出现明显的不合理现象，规则制定者有责任及时进行补充调整。

（2010－05－30）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三章

投资理念

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



居易俟命与现金为王

《中庸》里说“君子居易以俟命，小人行险以侥幸”，可理解为：君子修身养性、平心静气，在乱世中尽量安分守己，以待天命或合适的机遇；而小人则不知天高地厚，冒险行事，妄图得到非分的收益。其中“居易以俟命”也可以理解为寻找一个平易而无危险的境地，素位而行以待天命。在古代，君子修身正己的德行包括不欺凌弱小、不攀附权贵，不怨天、不尤人，顺时知命、宠辱不惊、胸怀坦荡、表里如一、进退自如。如今的君子、小人，笔者认为并非先前所说的意义，更多则是区别明智与不明智的人。回归到投资领域，目前一直坚守的投资人其实是被心魔所累，过于行险了，导致进退失据，最终处境艰难。

目前的大环境是怎么样的呢？通胀已是全球经济的心腹大患，利率高企将因此持续并存在继续走高的可能——各国都对粮食价格的再次上涨心有余悸，除非美国采取措施否则无法排除继续上涨的可能性。由此来看，世界经济发展可谓总体处于守势。作为全球最大引擎的美国，因为金融动荡和经济衰退而又前景未卜，作为风暴眼，其恶劣影响还有进一步扩展的余地，而且不排除其挑起新的地区争端的可能性，那么各国经济环境又可说处于劣势。一贯低增长并习惯了安逸的欧洲，本来就受美国影响的程度比较深，目前又进入利率与汇率“双高”时代，前景堪忧。“金砖四国”本来有替代美国而拉动世界经济增长的势头，但资产价格的持续回落已导致西方消费萎缩，为全球经济再添负面因素；对于新兴经济，也成为其转型和持续增长的实质性障碍。至此，新兴国家也难于独善其身。在这样的情势下，我们将会看到，即使国内贷款利率下调，颓势已现的国内房地产市场最终还是顶不住的——根本原因在于近年来的非理性上涨并遭遇当前经济减速周期；贷款利率的单方面下降，虽然利好整体经济，但会损及银行收益。就股市而言，会导致高价银行股也将因此处于继续回落的进程；从银行股的市值占比看，其他板块对大盘难有作为。股市、房市的先后持续回落，对任何经济而言都是一个巨大冲击，至少断无乐观的理由——股市不仅仅是股市的问题，消费和信心下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降不可能不损及实体经济。中国即使现在开始牺牲一贯强势的银行的利益而进行经济治理和危机防范，也有些晚了，房地产、经济也有一个下跌宣泄再复归平静的过程。若论再度回升，时间就应该更久。未来的中国，同时遭遇出口和投资下降以及消费难以有效增长的可能性越来越大，加之诸多改革滞后（能源、粮食价格与体制改革）以及经验不足的考量，严重的挑战应该还在后头。破易立难，期望一两个政策迅速扭转乾坤，是不太现实的，是“侥幸”心理。当然，贷款利率和中小金融机构存款准备金下调的政策，值得肯定。综合以上来看，目前的“居易”仍然首选“现金为王”策略，对资产的过分贪恋仍属“行险”。倘还是盲目乐观、一味冒进，恐怕短期内仍然是凶多吉少。

名言有云，“弱而不伏者愈屈，躁而求胜者多败”，当我们逆世界大势表现出“大无畏”的雄心壮志而四处出击的时候，我们也许需要问一个“凭什么”？也许需要再问一个“我有这个权利冒险吗”？2008 年以来，国内个人投资者因为股市和房市的盲目狂热而遭受的损失实在够多了，遭遇类似抢劫的无辜中产阶级迟早要问责并要求社会改良；中国在世界金融领域的投资失误简直令人愤懑不已——中国以占国家外汇储备的 21% 拥有美国“两房”垃圾债券约 3763 亿美元几乎损失殆尽（9 月 10 日单日暴跌 88%！好在后来被美国政府接管）而成为美国之外次贷危机损失最大的国家！在这个金融扭曲冲击实体经济的特殊灰色时代，“躁而求胜”者实在应该好好学习学习“居易俟命”者！

对各界来说，及时而严肃的反思和调整尤其重要。对于在这轮罕见的超级金融熊市中毫无变通之策的死多头们，他们目前已经违背了太多常识性的投资要诀，决策和用人机制方面也一定存在严重的问题。英明的领导层和商业机构会借助市场的调整而作出必要的内部调整，这或许是再展未来的最佳出路。对于屡屡出现重大失误的投资、管理和调控部门及商业机构，这样的调整应该包括思想、策略、机构和人事的必要调整。拒绝调整就会缺乏变化和活力，不调整只会更糟，更不可能有什么新局面或奢谈什么领导力。在这方面，反应最快的是国资委，其发布的《央企资产损失责任追究暂行办法》，给了国民一个交代，其对我国投融资领域的进步意义非同小可。

在投资领域，进取和坚持是一种可贵的品质，但它是一把“双刃剑”，错误的进取和坚持，其代价注定相当昂贵。古今中外数次金融机构因投资失误而不得不破产倒闭的案例表明：当损失过半的时候，即便顶尖高手都难以破

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解惨败危局。主要原因是最佳时机已然错过，并且在损失过半的时刻，因责任重大而人人自危。此时无论进退，决策失误的风险和难度系数成倍增加，其决策后果和责任也会因此衍生颇多争议和麻烦。如果不是内部机制高度稳固或最高决策人足够优秀，一般就会一拖再拖，实际上就是放任自流、听天由命。不幸的是，如果市势继续恶化，就会招致更大的灾难。倘若参与的是期货交易并处于此类境地，十有八九是要遭遇覆灭的。不过，如非举债或运用其他杠杆，股权投资的风险还是可以控制在一定范围内。不过，对于已经损失巨大的投资人，在毫无策略调整之时，还是不要继续行险并扩大自己的损失。

当然，未来的未来，机会一定会再次降临。经济也好，金融也罢，长远的前景都是光明的。“图自强”，需恰当评估当前的形势并做好更长远的规划。长远的前景，不能也不可否定。但愿在这个艰难的考验过程中，无论是针对国内的还是针对海外的投资者们的修为都能不断进步。同时，储备足够多的现金，仍然是大家下一步取胜的关键所在。

本次的贷款利率和中小金融机构存款准备金率下调分别是 6 年和 9 年来的首次下调，是对前期货币政策的否定，也是中国魄力的展现，应该说很有前瞻性，对于缩短经济困难期、改善经济前景和未来预期都大有裨益。笔者前期一直痛批过度从紧的国内货币政策以及对外金融投资的数不胜数的重大失误，言辞激烈到令机构紧张的地步。在后来的报告中，笔者坚持认为“对于中国来说，通货膨胀并非一个比其他国家更为严重的问题”，这个判断也支持目前的货币政策由过度从紧走向适度放松。目前来看，以“治理通胀”为由的过度从紧政策已宣告回归，虽然是见到硬着陆迹象和企业贷款意愿惊人地下降迹象后才醒悟并松动的，但总归是理性的胜利，是务实精神的胜利！

时局危难，到了该清醒和清算的时候了！如不及时采取措施，经济增速一旦深度回落（7% ~8%就很危险），则中国经济和社会的脆弱一面将被集中暴露——企业负担问题、就业问题、腐败问题、财富分配问题等，那么 2009 年可能将十分艰难。对于 2008 年以来的一系列不适当的政策，首先应该抛开经验主义和教条主义，广开言论，积极探讨。我们有理由期待今后应该有更多的综合政策举措出台，这是中国持续发展的基础和未来谋求全球领导力的条件。

（2008 -09 -15）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



厘清现实矛盾方能把握未来先机①

在次贷危机的紧要关头，为了力阻金融风暴打压实体经济，美联储、欧洲央行、英格兰银行、加拿大银行和瑞典中央银行都将各自的银行基准利率下调50个基点，与此同时，瑞士银行则也参与降息行动。中国人民银行则将一年期贷款利率下调了27个基点，同时下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。全球央行联合降息能否达到预期的效果？全球金融海啸背景下的中国股市将何去何从？

（一）央行紧缩银根的政策值得商榷

2008年以来笔者一直在质疑国内货币政策，也曾经写了几篇文章。因为从进入2008年开始，我们就认为2008年货币政策向上调整的空间并不是很大，但是实际上，我们看到为了预防经济过热以及通货膨胀，货币政策一直是高启不下，最典型的是2008年端午节期间存款准备金率上调1%，这么大的幅度，在那种情况下出台，对股市投资者和企业经营者都造成了很大的打击，也出乎很多专家的意料。

随着形势的发展，支持“双防”以及支持从紧货币政策的基础已经不复存在。第一条是经济过热。年初做政策安排时，国内的各个方面，包括官方的决策层，实际上对境外，尤其是美国的风险估计不足，当然这个事情比较难以估计，毕竟是百年的危机。境外金融动荡使得我们的外需减少，对我们经济造成冲击的这个因素非常猛，所以我们再用非常紧的货币政策防止经济过热，实际上是没有理由的。加上人民币连续升值，造成了南方微利的中小企业普遍面临困难，经济在往下走，大家的投资意愿下降，加上劳动力、原材料成本上升过快，经济已经存在了很多的隐患。这是第一条，防止经济过热的基础不复存在，而我们发现的较晚。

第二条是通货膨胀。通胀是一个动态的问题，当原油期货价格一直上涨，

① 根据和讯网当日举办的“全球联合降息下的股市趋势研讨会”演讲稿整理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上涨到接近150美元左右的时候，全世界的央行都被原油的持续上涨以及未来的持续通胀压力给吓破胆了。但是我们要动态地看待这个问题，2008年7月15日左右，笔者与几个同事一起加夜班的时候，美国原油出现了有史以来最大的暴跌。当时笔者就认为，至少要跌到110美元左右（30日均线）。

笔者在随后的文章中指出，现在一些国际的知名机构都在喊，要到200美元，那就像有人说外星人要入侵地球一样，有没有可能，其实是微乎其微的。我们判断原油价格要出现大幅度的回落。当时我们有一个报告——“别拿价值不当回事”，在报告中预测原油价格下跌会缓解通胀压力，通胀压力减缓以后，货币政策就会放松。不过我们看到，货币政策至今没有放松。

政策释放的信号和现实的需求是不一样的，这就加重了国内的投资界、企业界、股市投资者的悲观预期。这个先不说它，事实上我们看到原油价格从接近150美元持续回落。这个回落的基础是什么呢，首先是当日出现历史上最大的一个暴跌。这里我们要强调一下，原油期货保证金是4%多，不到5%，这相当于你的亏损会放大20多倍，当日出现这么大的暴跌对多头是非常大的打击并造成恐慌。因此，我们在报告中说“短期之内重上150美元的几率微乎其微”因为已经是转折性的破位下跌了。当时我们还判断，像沙特阿拉伯这些产油国都对这个过高的价格不确认，美国也威胁说要开发本国一直不舍得开发的原油了。包括我们的中央电视台，反复在揭示大公司炒作世界原油的内幕，这时候一定是原油这一商品到顶的历史时刻。现在看，原油价格跌破了90美元，证明我们当时的判断是对的。只可惜由于货币政策等原因，我们的股市没有对此作出积极反应。

（二）商品期货价格回落，世界步入降息周期

随着美国金融动荡的加深，我们判断受金融动荡的影响，全球经济增速放缓，甚至美国出现了衰退，导致了原油和大宗商品国际价格如期回落。我觉得，大宗商品期货在主导着全球通胀这根弦，它的回落具备了几个因素。期货市场大家知道，那是搏命的地方，保证金非常低，所以具有一个疯狂性、脆弱性、敏感性的特点，那么它对目前的局势做出理性的反应就是价格回归。因为经济减速，原油也好，大宗商品也好，它的需求是回落的。另外一条，不断上涨的牛市，价格已经超越了历史新高，高处不胜寒。

各个国家对于投机衍生品造成的全球金融动荡，痛恨有加，金融动荡造成了很多金融机构的流动性被冻结，商品牛市很难维持。经验告诉我们，往

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上做一个商品，需要投入大量的资金，而现在面临流动性逐渐地衰减，甚至有的地方出现了流动性停滞，这时候可以说商品牛市的基础被动摇了。涨了七八年的商品牛市，这时候价格纷纷地回落，大幅度地回落！这就解除了各国央行因通胀带来的超高压力，这才造成了全球央行步调统一地开始降息。原来都讲不降息，就是因为有最后一只靴子没有落地，他们不踏实。

欧洲人和美国人很怕通货膨胀，我们也是，但是他们更敏感。不同的是我国利率的下浮空间比较大，因为我们相对高位。当然我们的企业也面临了很多困境，包括劳动力成本、生产资料价格，所以这时候放松货币政策，适当给生产力添加点活力，让大家在目前急需经济转型的过程中获得一种积极性，获得一种生产力、企业自发的创新和转型的动力，居高不下的货币政策是一种束缚。现在我们终于看到，这种束缚被打开了。

（三）房价会调整，但不会崩盘

有人认为我国的房地产行情可能会像美国的一样大幅度下滑，出现很多人像美国一样不要房子的情况。这种情况有没有可能出现呢？如果货币政策一直在僵化保守的维持高位，这种情况有可能出现。房价是高了，国家应该不应该救房地产，为了民生不应该救，因为中国最后要化解一些社会的矛盾。如果现在去救房价，就会为未来埋下新的隐患。

房价下跌老百姓是受益的，但是因为房地产是涉及面非常广的行业，而且美国房地产的崩溃在前，已经给了我们一个深刻的教训。所以在这个时候，我们也不要让房地产出现一种非常可怕的下跌，让大家赔本大甩卖，10 年不能恢复元气，那绝对不是中国的幸事，而是灾难。

那么怎么预防呢？现在我们的政策不会拦住房价的回归，但是能够避免未来房价过度下跌，出现房市崩盘的情况。

（四）中国是全球危机中的风水宝地

中国如果不降息的话，就会成为孤家寡人。如果这种情况发生的话，笔者可以说中国的货币政策完全是郑人买履——不肯相信自己的脚，非要相信那根所谓的理论的准绳，是教条主义或者说因为过于谨慎和保守而一错再错，真这样下去的话，2008 年以来的货币政策只能打不到 60 分的分数了。

显然，这次的货币政策没有成为继续困扰大家的一个因素。以前对经济也好，对股市也好，我们都是悲观的，而现在货币政策下降周期已确认，就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不应该悲观了。原来的悲观是为什么呢？是因为我们看到了很多的问题，现在通胀基本缓解，人民币也基本稳定下来，还有超高的货币政策，宏观政策的取向过去是不明朗的，现在明朗了，不管你愿意不愿意，不管是否是愿意和全球保持同步这一理由，我们现在看到下降周期已经出现了，只要有下降周期，我们就可以调利率。我们和美国不一样，我们不是在低利率时代出现的问题，我们在出现问题之前利率已经非常高了，因此可以在出现问题时下调利率。包括我国的财政基础，包括国内这些年来一直非常差的消费，还有广大农村或者是偏远地区的基础建设，包括城市的建设（比如说上海），我们的建设空间市场，和我们的财政基础、宏观调控政策，都是游刃有余的。

笔者用了一个词叫做“风水宝地”，不知道妥当不妥当。在全球一片混乱中，中国应该是一个风水宝地。在美国衰落的情况下，中国如果处理得非常好，这是中国很大的机会。

（五）危机孕育机遇，A 股极具投资价值

中国股市并不像美国一样，美国一直采取各种措施拒绝下跌，中国是一步到位，全球第一个深度下跌。一方面和中国的泡沫比较大有关，另外一方面和中华民族的忧患意识有关，像美国超前消费有没有忧患意识？是没有的。但是中国不一样，我国居民储蓄存款达 20 万亿元。

所以中国的忧患意识表现在股市中也很明显，美国现在是补跌，等到现在美国补跌了，中国还在下跌。那么中国资产的价格何在？股市还有没有标杆？投资还有没有原则？所以从目前来说，且不说 1800 点是底部，只说在现在股票都非常便宜的情况下，在普通人看起来处处是风险的情况下，6000 点价格的高风险早就释放干净了，现在对应这个环境，已经把比较坏的预期反映在里面了，甚至达到了前所未有的低估。鉴于以上讲的这些因素，笔者认为目前的股市，对大多数机构来讲机会大于风险，盲目地做空、看空不值得。

（六）政府救市态度坚决，A 股已经到底

现在大家说华尔街都已经“发蒙”了，我看中国的投资者也蒙了。中国股市的底部到底在哪里？任何市场都有最终的底部，但是我们需要自己谨慎判断。最终的底部，要靠市场来说话。

个人认为，未来一个比较突出的事情将是政府救市的决心和效果。在 3000 点的时候出台过一次救市政策，当时大家说那是一个政策底，不幸被打

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

破了。在1800点附近，又出台了一系列政策，大家又说这是一个政策底。这个政策底说明政府重视了，而且决心很大！市场底难道真的要再次挑战这个政策底吗？我们不妨先问自己一个问题：股市是谁的股市，它是散户的股市吗？绝对不是。它是国家的股市，它关乎政府信用和社会经济稳定，尤其政府在反复救市时，更是如此。而且国际上已反复表达这样的期待，期待中国高层和中国金融能为世界危机的稳定作出贡献。这时候，挑战中国的一个很重要的命题是：中国能否在自己的股市中建立起应有的稳定和信心。

前面有增持，有回购，政府也已经动员了政府国资，包括上市公司大股东的积极性，1800点能否守住，这关乎信用，关系到中国在国际上的声誉和形象。所以笔者认为要格外重视这个情况。从最近来看，政策取向比较明朗，而且可以说利好是比较密集的。如果市场真的跌破1800点，相信政府会用更有力的手段来挽救它。所以讲，如果确信自己的悲观判断是非常明智的话，你可以寻找一个更低的底部，但是笔者相信下去以后会很快上来的，因为这是战略需要。

（七）降息利好兑现，地产股获利回吐

这里面有一些先知先觉者和短线获利了结的问题。前几天好几家房地产股都是连拉了几天阳线，现在叫做“见光死”，不难理解。现在做市场判断的时候，很多投资者恐慌和不理性，据说是受境外影响。这种说法站不住脚，境外的那种情况是从本次利好出台后上涨了30%，随后再开始跌的，不过才跌了近期涨幅的一小部分。但是我们的一些个股的价格本来就下跌到只剩下1/7了，近期还在低谷一直没动。现在观察，很多个股都很难下跌了。股市反弹的时候一点没涨，但是在下跌的时候也不一定跌，所以大家要把这个问题考虑好。这是一个比较微观而重要的问题。

（八）A股积重难返，救市远非一日之功

现在中国股市确实积重难返。部分原因在于将近一年以来，有些部门对股市下跌的态度过于冷漠。其实救市与治市要结合进行。人们要求的不是政府出钱，也不是要求政府把股市直接顶起来，仅仅是需要尽快改变那些不合理的成分。总体感觉，直到目前为止，我国股市始终缺乏一种灵魂和精神，不值得让别人把它当做一个安全的价值投资场所来看待。比如说大小非的问题，仍然没有一个系统的、集中的、正面的回应，大家还是在各说各话。笔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者甚至怀疑这个问题要被长期搁置了。还有，通过发行、增发屡屡侵犯中小股东利益的问题，也一直没有消除。

（九）融资融券是机构对赌的工具而不适合小散户

雷曼 CEO 控诉卖空毁了雷曼，中国是否有限制卖空的权力？

这个问题是不是说在目前推出融资融券后，有一些投资者对股市稳定产生了疑问？融资融券从投资的角度来说，应该是一个可有可无的东西，它属于一种金融创新工具，通过这种创新是为了达到抑制过度上涨和过度下跌的目的。如果上涨过快，一些人会借股票来高价卖给你，一旦回落了还可以赚钱，这样就对过度做多的人造成了一种制约；相反也一样。

个人一直觉得，但凡金融创新，必须搞清楚金融创新的宗旨，这个产品一旦推出，一开始就要善于利用它有利的一面，不要把它“双刃剑”的另外一方给夸大。可以让融资融券起到抑制市场波动的作用，但是绝不要让它成为更多的机构用来赌博的工具。比如机构、个人都不能放任他们超过自己的能力去融资融券。所以当一个金融工具出台的时候要利用它的好的地方，但是也要防止过度。另外，融资融券并不适合中小散户，而应该属于专业机构和专业人士应用的工具。

（2008－10－09）

交易价格决定命运

这两年，国内外商品、资产、金融和经济均出现了跌宕起伏。在此期间我们看到，作为各类产品的价格，几乎全部随之大起大落，最终快速上演了一个个悲喜交加的财富传奇。与此同时，各国经济政策都徘徊于通胀与通缩的矛盾之间，徘徊于虚拟经济和实体经济交互影响、顾此失彼的境地。那么，值此世界迷航之际，到底什么才是政策制定者和投资者的灯塔呢？笔者的意见是价格及其评价是最根本的因素。作为既是结果也是原因的价格问题应该成为各界关注的焦点，值得全面认识和深度思考。

回顾近年的美元、原油、黄金、金属、房地产以及农产品等商品和资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的价格波动，觉得有以下价格观念得到了印证：第一，全球化和金融自由化导致价格变化的国际化和复杂化；第二，价格的波动方向最终决定于供求和价值因素，但是其波动幅度决定于国际货币体系和相关金融制度决定的全球流动性；第三，价格可以长期大幅度超越基本面因素，直到超越全球经济的承受极限，而不是决定于某一国家的具体经济和政策；第四，价格变化遵循“否极泰来”的价值规律——无论多么严重的价格失衡迟早都要回归到合理价值区域，这里也包括价格对供求局面的反作用；第五，价格因素应当成为评判经济政策和投资决策的首要标准。

如果说近年全球经济有什么教训值得总结的话，那就是：虚拟经济已经令人眼花缭乱，人们只是到事后才明白，几乎所有的产品和商品都曾大幅脱离安全边界而给越来越多的参与者带来了灾难，直到如今没有谁能清楚地预知或解释这一切。虚拟经济不能过度放纵，根源在于虚拟市场的价格对现货市场的作用已经被过分夸大，全球投机资本导致的虚拟价格跌宕起伏直接造成了实体经济的价格紊乱，而现货市场价格的高度紊乱，其结果注定就是经济灾难的发生。

总之，一切价格都是动态变化的，任何价格都存在广泛联系和互动性。价格变化是一切经济要素变化的结果，也是原因。价格是市场经济的根本要素，它决定财富流向和资本分配，它提供最基本也几乎是唯一可靠的判断标准——包括政策选择、损益预测、趋势研判和投资策略等几乎一切领域。市场经济越发达，价格的决定性就越大。任何忽视或错判相关价格的决策，事实上都必然会遭受严峻考验，这是市场经济的最紧要的规律。

以铁矿石为例。铁矿石价格的起伏以及由此而起的钢铁企业的兴衰，近期令人印象深刻。应该说，近年铁矿石价格暴涨本身就积累了危机的隐患。当国内以牺牲资源为代价疯狂生产的时候，实际上我们已经遭到了铁矿石等资源价格疯狂上涨的报复——劳而无功。这是目前一切后续结果的根源。而制止铁矿石价格暴涨的终极因素是什么？还是需求的减少。而需求的减少看似来自于美国金融危机引发的经济衰退，但是，深度分析的话，就会发现，美国的金融危机实际上也是全球价格体系崩溃的危机——这个值得有兴趣的专业人士撰写专著来分析。正所谓：因中有果、果中有因。最终，我们看到，这一切导致了国内钢材价格的非理性上涨（中国钢铁大厂一度都惊异甚至迷醉于自我的价格掌控能力）难以为继，进而快速出现钢铁价格急剧下降和被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动限产、停产、降薪、裁员等一系列经济现象。而此时的铁矿石价格，自然也就面目全非了。据说，前期铁矿石紧俏时，某境外铁矿商曾断供某国内钢厂，现在竟使得钢厂因祸得福。此情此景，天地之别，如何不引人欷歔感慨？面对巨大的亏损，钢铁生产和流通企业，或许最应该悟透价格的真理。

值得我们更为深入思考的是：我们为什么不能在铁矿石和焦炭价格疯涨的时候主动减产呢？那样的话，无疑可以避免损失扩大，而且肯定也具有很积极的政治意义——作为最大的钢铁生产国却如此遭人要挟！但是，我们没有看到这种情况。中国钢铁企业与国际铁矿商的谈判非常艰辛，但是对方不可能主动让步，只有减产才能终止原材料价格的疯狂。可是谁有减产的魄力？促使采取这种断然措施的动力和机制有没有呢？我们有没有勇气把“中国将大幅消减产量和出口量”当做最富有战略性的最佳谈判筹码呢？

人算有局限，人算不如天算。当前美国的金融危机以及格林斯潘在职 18 年的政策选择等都说明了这个道理——人总是会不惜一切代价维持繁荣，没有人愿意惊醒别人的“美梦”。所以这里有一个观念就是很可怕的“经济现象的自我实现”，这是人为因素根本就无法制止的。现在铁矿石生产商恐怕也在反思，他们当时的嚣张气焰显得很滑稽，而目前巨亏的尴尬处境，不都是源自对价格缺乏预见性吗？

为了加强价格与投资的印象，这里顺便提供几个最近实际接触又很有感慨的事。第一个：2008 年 5 月，国内某大型企业的一个高级主管跟笔者咨询，说计划开发产品并募集资金代客投资。笔者问：你准备投资什么呢？他说：能源、粮食和矿产。笔者明确告诉他说：粮食勉强可以，目前最不能投资的就是能源和矿产。假使买股票还可以，损失有限，也容易抽身；倘若买矿产，那一定非常糟糕！笔者的看法是：矿产类投资必须有前瞻性才安全，才有利润。把别人已经讲得很详细的投资理由再拿来应用，本身就是潜在危机；关键是价格已经高得离谱，这不是自找麻烦吗？这位仁兄后来就没有再受累，笔者也觉得自己的一番话是有价值的。第二个故事：某地铁矿石老板，因为前几年大举收购铁矿而收益颇丰。更为精明的是，他在 2008 年上半年果断地终止谋求上市的努力，把超过半数的铁矿股权高价转让给了一家北京的知名投资机构。如今他手上拥有非常可观的现金，正在谋求新的机会。前些天有幸在北京跟他单独深谈，发现不到 40 岁的他，才真正有资格成为中国的巴菲特。他的原则很简单：价格已经高得离谱了！他的选择很明智，那就是直接出让矿山股权。更精明的是，他还保留了一部分的股权以便长期投资。现在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看，剩余这部分股权几乎是白赚的——以目前铁矿石价格计算，全部矿权总价值，也不及他已出售的部分。第三个："十一"期间，在天津参观某房地产老板的奇石馆。据说这个老板把早年房地产赚来的钱几乎都投资了石头！那天一见，果然不凡。他随便指给笔者看的那些装备着精致木雕工艺的石头都价值几十万、几百万元，其中有一块石头，他说别人报价是一个亿。他们因为从外地运送这些石头，竟然不辞辛苦地拆掉了高速公路收费站并免费给别人恢复建设。笔者本是个喜爱石头的人，那时也不禁惊诧了。很多人经常问：繁华落尽之后，那些钱都去了哪里呢？我现在知道，艺术品和收藏品市场是最后的财富蓄水池之一。笔者私下感叹自己对这个世势即将逆转的重要信号知道得太晚了。石头虽好，但如此价格还有这么多资本来追捧——据说光天津就有好几个类似的老板，简直超乎想象。这也应该属于虚拟经济吧。这些在一般人看来没有什么使用价值的石头，不知道如今价值几何了。不过，据说这位老板是几年前收的货，现在即便下降也不至于折本。那天离开时，老板还委托总经理带我们参观已经圈下的地——未来的"奇石博物馆"，那是个更大手笔的投资。土地储备是很有远见的，看来他已经脱离了一般人的境界。价格这个变化无穷的东西，就是这样在驱动着资本和决定着财富分配，甚至改变着人们的命运。价格变化、财富流转才是世间常态和未来的希望，没有什么好悲观的，也没有什么好乐观的——没有理想的世界，只有机遇的把握。

按照以上的认识，我们对目前面临的许多悬而未决的重大认识问题，就有了比较清晰的观点。例如，第一，国际大宗商品牛市的终结，看似实体经济即将衰落的结果，却恰恰是全球面临衰退的真正原因；初级商品价格的大幅度回落，加深了人们对于未来的悲观预期甚至引发恐慌，其实则是未来经济告别病态、走向复苏的希望，是好事情；第二，中国的房价过高并注定了今后将处于回落期，政策可以救助房地产行业但是不能干预房产价格的正常回落，否则必有后患；第三，中国股市由于多种原因已经处于与国情严重违背的估值低位，价格回升是大趋势，而且从股票市场本身的特点以及未来中国经济及流动性预期来分析，其上涨潜力将巨大到难以估量的地步——未来的繁荣将会让人大吃一惊；第四，原油价格已经下降过速（3 个月回落 58%），逐步接近合理区间，原油需求大国应该果断买入甚至囤积，而未来的小幅度涨跌几乎可以忽略；第五，美元价格过度反弹缺乏经济基础，甚至违背货币价格理论——当今世界主要国家普遍要求重整国际金融体系的努力必然加重美元的长期劣势，因此，要警惕美元价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的逆向运动以及由此带来的后果；第六，全球商品（期货）市场具有强烈的投机性，剧烈震荡在所难免，经历近期的大幅回落后，会有一轮快速的大幅反弹，形势也会因此急转直下——期货市场存在重大机遇，但从政策面来看，目前不能轻言通胀风险的灭失；第七，中国能源和食品等价格的市场化问题是一个长期隐患，应抓住财政盈余和国际价格波动趋缓的时机果断调整。

这里，还要根据相对价格谈一下农产品的问题。也不打算用什么数据模型，只从常识来看。记得年初猪肉价格暴涨后，社会各界都感觉突兀和不解，也没有记得有什么人提前预测。对于这个现象，后来最有说服力的就是比价关系。这是常识，反倒最有说服力。笔者在这里列一个自己家近日买菜的单子，看看菜价是如何的低吧！

表 3－1　蔬菜价格表

种　类	单价（元/斤）	数量（斤）	总金额（元）
大白菜	0.2	122	24.4
白萝卜	0.2	40	8.0
冬　瓜	0.15	75	11.25
南　瓜	0.75	10	7.5
芹　菜	0.43	25	10.75
大　葱	0.8	27	21.6
土　豆	0.5	100	50

我回家看到地窖旁边摆了一地的新鲜蔬菜，很是高兴。岳父大人问我说：你猜猜这 400 斤菜花了多少钱？我说我一向不买菜，大概也要三四百元吧，他告诉我才 133.5 元。我简直不敢相信，而且这是在首都北京的中心地带。岳父是一个懂得经济的老干部，他对此也感觉很不对头。400 斤蔬菜，需要多大的土地、人力、运输和必要的农资成本？竟然不如一个小学生在“学而思”听一上午课外培训班的费用（150 元/次）。大家衡量一下，从常识和物价对比来看，以上价格是不是合适？

菜价与粮价应该有密切的正相关，菜价便宜，粮价就便宜。这应该是好事情。不过，凭良心说，凭常识看，农产品价格太便宜了，便宜到我们都不敢去计算它们的生产和运输成本。至于利润，那就更加不要说了。相比城市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一般家庭的其他支出和消费，粮食蔬菜价格几乎要被忽略不计了——建议有兴趣的同志展开城市社会消费调查并给予一手数据。但是，这样的“好事情”本身存在着并不简单的道理：农产品价格严重失衡，如果不给予高度重视，未来注定是要为此付出沉重代价的！

社会也好，政策也罢，变来变去也许很难具体捉摸，但是，农产品的价格是务必要提升的。恰当的时机很重要，不恰当的时机就是等到出了大事才补救，那就晚了，大家要一起付出更大的代价。

最后，还是落到股市上。2008 年 10 月 29 日，中国 A 股再次上演了美国和中国香港出现史上罕见大涨后的独步下跌。这说明，便宜的价格还会出现制度性折价，最后只能演变成稳定问题而收场。这个笔者前几个月早就说过，而近期看到诸多有利因素出现，一度比较顺应时势并开始乐观，现在看还是对问题估计不足，尤其是对非理性估计不足。股价是有边界的吗？现在专业人士也不得不承认说股价很可能确实没有具体的边界。至少应该承认，即使有边界，也是很不安全的。伟大的经济学家凯恩斯说过：股价是群体非理性的产物。然也！所以，**今后你不要轻易相信别人说价格是有边界的。在大起大落的市场面前，只有市场的价格，没有主观的价格。我们唯一的信仰何在？那就是股市是有兴衰大轮回的，只能放眼长期来评价目前价格的相对地位并从而决定自己的策略。**笔者仍然坚持，从长期来看，目前的股市，机遇大于风险——会提前于经济见底而见底。

（2008 - 10 - 29）

否极泰来：不要非理性低价出售你的资产[①]

感谢新浪财经、Wind 资讯以及《大众证券报》对笔者博客文章中有关 2009 年资产市场观点的报道——《中国的“龙头相”一直都在》。没有想到这篇文章的转载率如此之高。尽管有的只是部分内容，笔者深感欣慰。

最近一直都在给投资者打气、看多，甚至还被骂“乐观的疯子”。很多朋

① 2008 年 12 月 7 日在中国人民大学的讲座题目为《大道就是否极泰来》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

友跟笔者联系说：现在市场亟需领军人，无论怎么样，都非常感谢你的分析！笔者理解朋友们的心情，一再表示，只是权衡之下说说自己的意见，谨供大家参考而已。这里也提醒大家，这是一个较长周期的判断，市场短期会有反复，只求不要过于悲观即可。

有些专业人士在6000多点看多，而到了1600点还持续宣空，这是令人无法理解的。看空当然可以，是大概率还是小概率？是大周期还是小周期？这个需要交代清楚，不能违背规律。最近还有人用“破发、破净、破现”来描绘A股市场的前景，这是出于什么样的逻辑令人费解，会不会造成极坏的市场影响，令人担忧。

经过分析，笔者认为这样的观点不符合中国的国情和现实，这样的看法甚至是不负责任的。究竟真相如何，投资者会评价，市场和业内也会做出合理评价。个人一直的观点是，作为业内公众人物的专业人士，要慎言谨行。不是不允许自己有错，但是，至少在重要顶部和底部都不能表现得比一般投资者还要非理性，那样是不适合的。

行为金融学以及社会学能给我们很多有益的启示。笔者在这里给出一个典型的“非典”案例：2003年“非典”流行期间，北京乃至整个中国都陷入了极度恐慌，记得北京的大街上冷冷清清，一如世界灾难即将来临，许多店铺被迫关门歇业，演绎了很多赔本和破产的经济案例。可是最后的事实如何呢？事实是没有必要全民恐慌。当时的社会陷入了不必要的恐慌，但是，没有人能够遏止。笔者还清晰地记得，家里5岁的小朋友，听到大人关于“非典”、禽流感等的可怕描述和言论以及媒体铺天盖地的渲染时，那不解和几乎受到惊吓的眼神。那个时候，笔者郑重地告诉孩子：事情远没有那么严重，也没有那么可怕，更多的是人们自己吓唬自己，一切都会过去的！当时就有一个清晰的观念形成：媒体高度发达不是什么好事情——群体非理性将被现代社会成倍夸大。大家知道，不久后一切恢复如初，人们很快走出了更多属于非理性的社会因素造成的几乎遮天蔽日的阴影。及此，大家接着可以回忆一下年初的南方暴雪、西藏暴乱，以及陆续发生的四川大地震、奥运火炬传递、三氯氰胺牛奶事件、部分柑橘生虫导致全国柑橘惊人浪费的事件等等。回忆一下当时的社会氛围、心理状况、人们的行为特点以及事后的真实状况，再对比现在的美国金融危机和中国经济危机预期，就会知道，绝大多数人的心理和行为都在很大程度上遭到了严重的非正常干扰。

笔者的观念是：人类的本性是避祸趋吉。祸之将至，哪怕连1%的可能都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有也会退避三舍，顾不得问什么青红皂白，结果，往往很多人误判形势、错误决断；而祸之将去或吉之将来，又会倾巢而出、蜂拥而上，甚至到最后达到无所顾忌、目无风险的盲目地步。这原本是正常的，但是，在极致的两端，有必要吸取些有益的启示：要动态地看问题、看未来。还应该对这两个极端之间的转换行为进行专门的分析。个人认为，这种转换首先是必然的，其次是很快的，快到有时候甚至难以理解，快到根本没有人去深究那是为什么。这就是群体性，这就是所谓社会的特点，这也是群体参与的金融市场也遵循和适用的规律。尤其是信息产业高度发达的现代社会，理性和秩序的保持变得越来越困难，两个极端的摆距也会拉大，但是，恢复平衡并走向另一个极端，几乎是人类自身以及人类社会都无法改变的必然。这也许就是巴菲特投资原则的理论依据——当别人恐惧的时候，我们应当贪婪；当别人贪婪的时候，我们应该感到恐惧。

另外，中国的一个成语道破金融、市场乃至社会的全部机密：否极泰来。所以，**当群体狂欢时我们最需要警惕，警惕那些我们确实不知道但必然发生的东西；当群体悲怆时我们最应该奋进，等待那些有利的因素最后出现。**

前期的剧烈震荡使很多人猝不及防，甚至遭受重大损失和麻烦，所以，很多投资者都捂紧钱袋子、放慢了前行的脚步。现在的问题是，资产还在，货币也在，最终驱动这些要素的人、贪婪本性还会再现的“人”这个主体，也还在。他们会在什么时候觉醒？觉醒以后，他们的选择是什么？几乎史无前例、足以震惊世界的政策号角已经吹响，而且中央还明确要求这一系列综合措施“出手要狠、出拳要重、措施要准、工作要实”，为此，有些老手已经星夜兼程地上路了，有的人开始尝试出手，而更多的人还在虎视眈眈。不可能一股脑儿地都杀进来。**不过，前面的人赚后面的人的钱，这是市场规律。世界上没有不存在风险的投资，老到的市场中人会在风险充分释放后大胆跟进，而最大的风险将发生在未来看似没有风险的时刻。**

以上算是笔者对2009年市场做出乐观判断的理论依据之一吧，当然具体理由已在文中，这里不再赘述。个人觉得，目前有些人对困难形势的研判大大滞后了，至少距离我们“内忧外患动摇牛市基础”的判断以及随后的多种形势预判，延迟了大约三个月到半年的时间。

其实对错并没有更为深刻的意义，只求大家不要在最后的时刻一边倒而忽视掉很多决定未来的更多、更重要的东西。作为一个学者，笔者要求自己尽量去向前看，为什么呢？因为过去的事情，早已经被市场充分反映出来了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不厌其烦地描述和解释过去的经济现象并没有什么实际意义。

市场包含一切，说明一切，也决定一切。最后希望大家都向前看，千万不要忽略那些影响你未来的东西，不要在黎明前的黑暗里低价出卖你的资产。

(2008－11－13)

货币政策感言及股灾启示

央行突然宣布大幅度降息，既在意料之中，也在意料之外——单次幅度达到108个基点①。总之，举国震动，举世瞩目。而笔者也和业界很多人一样，感慨万千。但是，所见仍有不同，也在情理之中。悲观者打算继续悲观，他们说：为什么如此频繁和大幅度降息，是因为问题很严重！在底部必须有人继续悲观，这可以理解，否则就不是底部了，机会永远只眷顾少数人。

其实，在新浪财经采访中笔者强调了这样的观点：本次大幅度的降息，确实部分原因是由于已经和正在发生的经济困顿，然而，实际上更多的是在纠错，因为2008年以来的货币政策出现了严重失误，6月份以来，我多次公开呼吁，并且一直坚信货币政策必须要走向宽松状态。期间，对央行的政策选择一直非常困惑。

可幸的是，我们终于等到了结果。

曾经，有些境外人士一再表明，说中国经济实际上不应该受到美国如此深重的影响啊！笔者认为：本来中国可以更好些，但是中国却成了重灾区，根源就在于中国企业和民众最缺乏信心，因为中国一度的货币政策忽视了经济常识和企业诉求。

如果把实体经济和金融市场比喻为风筝的话，那么，货币政策其实就是那根风筝线。放风筝的人如果不管风力和风向，只是简单地按照书本操作，一再收紧，那么风筝就不仅仅是飞不高的问题了，还会一个跟头扎下来，结果可能就是毁灭性的！

---

① 中国央行决定：从2008年11月27日起，一年期存贷款利率大降108个基点。同时，个人住房公积金贷款利率、金融机构存款准备金利率、中央银行再贷款利率、再贴现利率等也被分别下调54个基点、27个基点、108个基点和135个基点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

老实说，2008年的货币政策，使混迹经济江湖很多年的人都“看破了红尘”。又念及“伟大的美国”诱发的这次百年危机，笔者甚至不得不拿出“没有理想的世界”这句话，来接受和解释现实。这句话，笔者还在几次公开讲课时传授给了学生们，这个警戒对他们今后的路是有益的：不要想当然地以为世界上的事情都是合理的，实际上，不合理的事情更多，而且能够堂而皇之地存在很长时间。在投资和经营时，常常会因为别人的错误而付出惨重的代价。金融危机也好，经济危机也罢，说到底是人们在为自身过去的错误付出代价，一切危机都是丑陋的人祸，所以，要懂得保护自己！

然而，笔者并没有为此而悲观。在《中国的“龙头相”一直都在》这篇文章里，笔者写到：“我一直的观点是：中国开始可能错，但是不会一直错；开始反应可能慢一些，但是一旦觉醒，就能力挽狂澜、特立独行，过分看空中国和中国的资本市场只能是失去机会。我还曾经判断，只有积极的财政政策浮出水面并大力启动基础建设，中国经济和中国资本市场才不会更加严重，相反，生产过剩、就业不足、消费不振等问题就会迎刃而解。我甚至断言，就股市而言，如果以上政策（积极的财政政策）陆续出台，中国牛市就将自此诞生！实际上，目前的股市已经进入了制度红利期，看多与看空，孰优孰劣，未来将会作出最好的证明——全球流动性充裕必然催生资产价格的再度膨胀！”

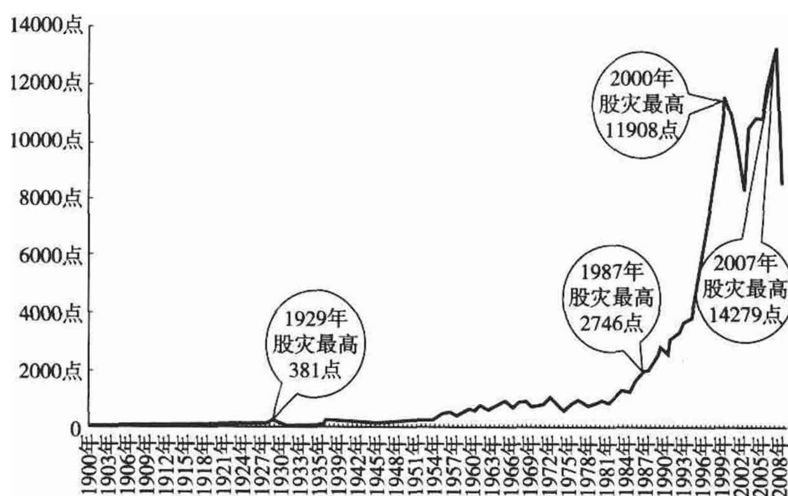


图3－1　美国历次股灾

资料来源：宏源证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在，笔者仍然坚持自己的系统判断。笔者也曾经十分悲观，那是半年以前，那个时候，多数人都还很乐观。在危机后期，笔者打定主意要做一个乐观派。有人说，现在到处是不利的事情在发生，你为什么能乐观？笔者认为这些事情发生早在预料中，甚至因果关系也早已昭然若揭了，那么，还能坏到什么程度呢？历数古今中外的所有经济危机，没有走不出来的。事实证明，只有在后期积极起来的，才能享受未来的财富快速增值。倒是提醒目前的悲观者，不要刻意忽视了更多的决定未来的利好因素，那样将可能会让你经历双重灾难。

看看曾经令世界印象深刻的美国历次危机后股市的表现吧：

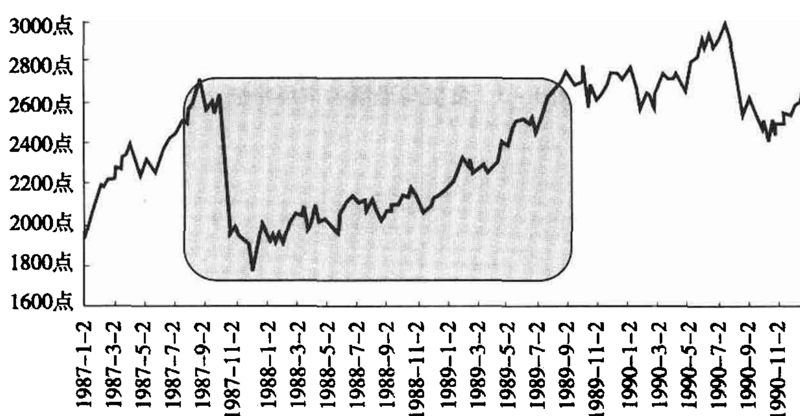


图 3-2　股灾后的探底与回升

资料来源：宏源证券

1987 年股灾是美股史上最急下跌，仅 1987 年 10 月 19 日即跌 22.6%。短暂股灾后是 1988～2000 年长达 12 年的牛市，道指从 1700 点上涨至 12000 点。而克林顿执政期的 1993～2000 年，道指上涨 360%，纳指上涨近 9 倍。个人以为，与中国 A 股很相似，也是这样地快速下跌，但未来的繁荣尤其是外资的持续流入，将造就一个伟大的上升期。

现在的 A 股，流通盘是历史最高，但是成交量很小，这就是底部机会的信号之一，值得重视。

（2008-11-26）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

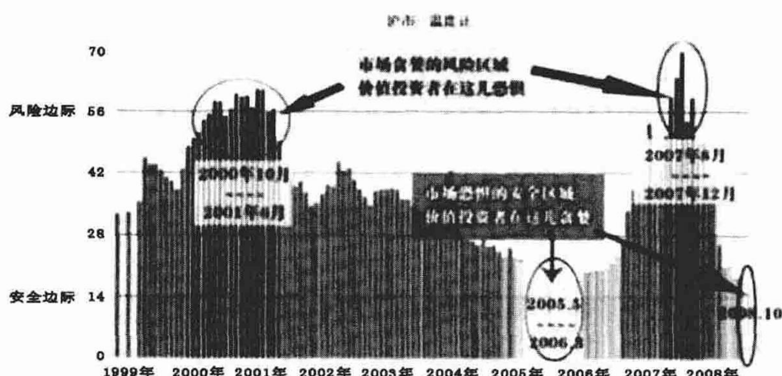


图 3－3　贪婪与恐惧的市场特征

资料来源：宏源证券



企业家要慎重资本运作

2008 年 12 月 1 日的《金融投资报》在一篇名为《资本狂人失算　黄光裕是否产业失败又一样本》的报道中，用了笔者的几句话作为结语：“企业做大了，不可避免地要与金融市场以及资本市场打交道，在这个过程中，产业资本需要注意量力而行、适可而止。关键之处是，金融市场与企业经营存在很多不同之处，资本市场尤其有着自身非常复杂的法规制度，要求所有参与者严格遵守。违背诚信的行为，或许可以在市场上风光一时，但只要民举官究，就会危及企业的整体安全，得不偿失。”

笔者以前说过资本市场是亦正亦邪的险恶江湖，这不是故弄玄虚。这些年来，前前后后看到多少富豪和高官在资本市场栽跟头，有些甚至一蹶不振或者万劫不复，引发的感慨实在是一言难尽！

这些个案的来龙去脉虽然有所不同，但都有一个共同点，那就是在利益面前未能谨守法律的底线。不知道是利令智昏呢，还是因为个人膨胀的缘故？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其中，又属权与钱的纠葛为最多，两方总是相互牵扯，好似一根绳儿上的两个蚂蚱。老实说，都是人物，都很可惜。其实冒着法律的风险去追求自身本来并不急缺的钱财，值得吗？但愿大家都引以为戒，心态要平和，生活才和谐。

本来不愿意就此类事件发言。媒体的提问很多，笔者也只能回避。只希望大家都没什么事情，只希望有缘的人物们看到了咱的劝慰之言，对他们今后的事业能有些许的帮助。

笔者回复的采访稿里，还有两层意思，媒体没有报道出来，不妨在这里再提一下。第一层意思：在复杂的社会环境下，成功人士如企业家、富豪们，包括政府要员们，都要懂得保护自己；第二层意思：功成名就人士，尤其是富甲一方的人物们，要为社会做表率，多关注社会贫困阶层，积德行善，才能让自己更加充实和知足，个人以为，善举可有效避免灾祸加身。

有些中国富豪，动不动就把在国内赚来的资产大肆转移到国外，不是什么好现象。政府不满，老百姓也不会满意。这样的“公众人物”怎能博得平常人的好感呢？中国还有很多穷人，富豪们的行为决定社会是不是仇富。多给平常人一些感动吧！例如帮助媒体报道的那个因为家贫而没钱治病，苦恼到用自己的红领巾上吊自杀的少年……

（2008－12－01）

金融风暴与投资心魔

说起金融风暴之传递，大家都知道“蝴蝶效应”一词。蝴蝶效应是气象学家洛伦兹1963年提出来的。其大意为：南美洲亚马孙河流域热带雨林中的一只蝴蝶，偶尔扇动几下翅膀，可能在两周后就会引起德克萨斯一场龙卷风。

中国有句话也有异曲同工之妙。这句话就是“风起于青萍之末”。源于楚国宋玉的《风赋》：“夫风生于地，起于青苹之末，侵淫溪谷，盛怒于土囊之口，缘太山之阿，舞于松柏之下，飘忽淜滂，激飓熛怒。耾耾雷声，回穴错迕，蹶石伐木，梢杀林莽。至其将衰也，被丽披离，冲孔动楗，眴焕粲烂，离散转移……”意思是：“风在大地上生成，从青萍这种水草的末梢飘起。逐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

渐进入山溪峡谷，在大山洞的洞口怒吼。然后沿着大山弯曲处继续前进，在松柏之下狂舞乱奔。它轻快移动，撞击木石，发出乒乒乓乓的声响，其势昂扬，像恣肆飞扬的烈火，闻之如轰轰雷响，视之则回旋不定。吹翻大石，折断树木，冲击密林草丛。等到风势将衰微下来时，风力便四面散开，只能透入小洞，摇动门栓了。大风平息之后，景物鲜明，微风荡漾……”读来不禁觉得恰如金融风暴的发生始末。但愿2008年的11月，就是本轮金融风暴的“盛怒”之时吧！

也有说“起于青萍之末，止于草莽之间”，用于形容不知不觉发生，经过一番轰轰烈烈，最后平息。值得玩味的是“草莽”二字，让人联想起不足20年间仅靠资金优势坐庄股市却终究在一轮轮的熊市中轰然倒下的“股市英雄”们。若说中国股市的草莽时代一去不复返了，应该是一件值得庆幸的事。若把“草莽”倒下视为风暴之“止”，那我们就不必被一系列的“坏消息”所吓倒了。

纵观此轮金融风暴，中国金融资本的整体表现却还十分“草莽”。中投公司的黑石投资、中国平安的富通集团投资、中信泰富的澳元投资以及最近的航空燃油“套期保值”……

虽各有缘由，但细观投资时机之颠倒，实在是“投资心魔”作怪。所谓投资心魔，说白了就是“当局者迷+利令智昏”，表现为在不适当时候过度恐惧和过度贪婪中投资。

例如，世界原油价格连年地高歌猛进以及接近150美元时的200美元和250美元的“豪言壮语”，占比40%的燃油成本终使航空公司的“恐惧”达到了极致，于是在价格的最高峰，中国用油大户们竟真成了天价原油的最大买家，导致投资巨亏上百亿！然而，企业当时出手的理由似乎也不无道理：如若坐视继续上涨，我们只能亏损并倒闭，与其如此，还不如冒着风险锁定成本。殊不知，恐惧至盛之时正是市场的强弩之末。

这时唯一的办法是借助局外专业人士的智慧，因为他们“有水平、无心魔”。在原油价格高过140美元时，其实真的不乏“大顶已现”的专家预言。如此决绝的判断，价值几何，或许只有做错的人才最清楚。

金融无小事，等闲视之或随性而为的反例，比比皆是。苏格兰皇家银行（RBS）宣布在过去的2008年财年创纪录亏损400多亿美元。虽未及深入研究，却也知如此银行投资失败并非专业知识不足所致。要想战胜市场风险，除了提升自我的修为，按照行为金融学理论去看问题并借助外脑克服投资心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

魔是很要紧的。中国企业的金融投资之所以屡屡出错，与过分自信以及投资流程过于“内部化”有关。为啥呢？在于不重视借助外脑防范风险，在于不吃亏不明白智力的价值。有两句古语值得金融投资者品味：一句叫做“当局者迷，旁观者清”；另一句叫做“舍不得孩子套不住狼”。

（2009－01－20）



Back To Basic

一直想找一个合适的词汇，来形容这个百年不遇的特殊时代。想来想去，“Back To Basic”最为贴切。其中文意思，应该就是返璞归真，是摒弃浮华甚至自欺欺人的外在，或克服不切实际的虚妄，拟或抛却物欲的负累，让事物连同自我一起回归淳朴和本真。

走得太远的，玩得太虚、太大的，或迟或早终须回归。

不过知易行难，所以“Back To Basic”总是历经磨难。最近美国的救市计划就包含了“购买国货”，虽广受诟病，但美国的复兴除了向实体经济回归似乎并无他途。美国总统还喊出了“高薪可耻”，不但如此，还在税收方面实施“劫富济贫”，推动世界回归本原。

联想的国际化遭遇危机寒流，总结出两条基本教训：一是国内和新兴市场才是根本；二是不应该忽略中小消费类客户。这些都是可贵的回归。

危机过后，各界方悟西方金融精英不过是些骗子，开始骗别人，张狂到几乎骗遍全球。不过他们做梦都不会想到的是，后来竟把自己也骗进去了，导致崩溃或破产。那些高深莫测的金融模型，也被证明既不能救人也不能救己。

众所周知，金钱这东西“生不带来、死不带去”，可世间能收放自如若比尔·盖茨和沃伦·巴菲特者，少之又少。除了尚未结案的国内首富黄光裕的遭遇令人感受复杂之外，日前又闻二案，说某高干被抓时，仅家中冰箱内就抄出现金数千万元。南京某女官员，家中现金26公斤——罪恶的见证。能敛收不义之财如此之多，不过只是为自己买了一条不归路，怎不令人欷歔感叹？而福耀玻璃董事长曹德旺最近决定捐出价值三四十亿元的约70%的股权成立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

慈善基金，就是一种大彻大悟的回归。

大到世界正在反思经济发展的根本目的，于是看到全球呼唤低碳经济，看到中国在抓民生、补农村、促和谐，在努力降低房价并二度医改和教改；小到高尔夫运动已经放下坚持了几百年的传统禁忌，不再拒绝牛仔裤和圆领衫进场，而三聚氰胺和特仑苏 OMP 奶相继被揭开狰狞而丑恶的面纱。一切似乎都在回归本原。

如果说古代的“善恶报应”是一种迷信，那么，市场的报复则是客观的、实实在在的。例如，中国股市、世界原油、铁矿石等暴涨之后的暴跌。又例如针对近年中国房地产市场的大起大落，有人发出“暴利暴毙”和“暴殄天物是行业大忌，可能导致整个行业断子绝孙”的感慨等，虽不乏几分激愤，但还是有一些深刻的道理在里面。从经济学角度来看，必须承认，市场是有生命力的，市场的力量宛如种子的力量一样令人敬畏。可见，价值的 Back to basic，不是宿命，是规律，谁也抵挡不住。

以上事实，皆属繁华落尽后的理性回归或价值回归，是人类基本欲求和朴素审美的胜利，是天不藏奸的具体验证，是真正意义上的以人为本，其中也不乏自我的解脱和超越。有理由相信，未来还将有更多的泡沫破灭，而世人对于华而不实的盲目崇拜和宽容会不断降温。

Back To Basic，**道虽浅显，然可助人避祸趋吉。个人、企业乃至公共管理机构的管理者都需要参悟法则、敬畏常识，深刻思考价值、使命及行为方式，在合适的时机 Back To Basic：以慈悲的情怀和务实的作风致力于机构与个人价值的和谐实现。**

（2009－02－28）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克鲁格曼揭示了未来经济的真谛[①]

美国诺奖经济学家克鲁格曼最近很火，他掀起了中国旋风，让人不得不关注。

看克鲁格曼在陆家嘴论坛舌战中国群英，老实说，大家当然希望看到代表中国的群英们会表现得更加精彩。然而必须承认，结果很令人失望——克鲁格曼显然技压群雄。

克鲁格曼从始至终在宣讲他对整个世界最前沿、最尖锐问题的系统性思路，针针见血，发人深思，表现出十足的世界思想家风采。而国内大牌经济学家们则整体表现得过于“中国”，也显得缺乏系统性，所以更像是赛场上秩序不佳的被动辩手。

仔细分析媒体报道的克氏观点，客观地说，尽管其中难免部分美国色彩，但绝大多数还是能给中国以深刻启示的。他能够来到中国如此坦率地讲述一些纯学者的精辟见解，本身就说明美国学者的“学者化”是很纯正的。结合美国奥巴马总统最近坦诚所言“中国迟早会厌倦的，美国不可能持续靠借债度日”这句话，对暂时落难的美国，不免再添一丝由衷的崇敬和深深的祝福，进而想到美国的复兴和世界的前途，不禁豁然开朗。

（一）对于国际贸易失衡原因的解析

对于国际贸易失衡原因的解析，笔者理解并支持克鲁格曼，因为他说：尽管贸易盈余国家曾经对世界做出过贡献，但是，当经济危机发生以后，世界对此的审美开始转变，贸易盈余国可能被看做减少别国就业机会的“麻烦制造者”。

这有什么错呢？值得激烈反对吗？

克鲁格曼还说：“将来中国的盈余肯定会带来很大的贸易紧张，其他国家

---

① 本文刊载于2009年7月14日的《IT时代周刊》，原名为《中国经济学家应该接受非“中国式”的表达》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再也不能容忍中国有这么大的贸易盈余。”这是非常坦诚的美国式表达，是一个国际学者对于中国的善意提醒，而我们非要把这看成是对中国的挑战和不友好吗？个人以为，正是因为克鲁格曼如此一说，才恰恰证明他不单纯是美国学者，而是真正的国际学者。

对于造成国际贸易失衡的原因，克鲁格曼并非没有指出美国“举债过多”和“支出大大超过了正常的水平”，他甚至很早就明确指出：“美国的经济使得很多人活得不错，这样的事情必须有一个终结，尤其是依赖举债进行消费。”这样的态度，与我们多数学者总是站在政府和政治角度，出言即如外交辞令一般的风格，不是对比很鲜明吗？恐怕这样的态度才堪称令人“如沐春风”。

当然，克鲁格曼对于世界贸易失衡问题的另一方面也提出了自己的看法，他认为：“中国这么大的贸易顺差不完全是比较优势造成的，跟中国的政策有直接关系。”为什么这么说呢？他认为：“比较优势决定了大概你是出口什么东西，但不决定你出口量是多少，而且通常情况下，一个国家还处于相对比较贫穷的快速发展的阶段，却成为资源（本）输出国，这是不多见的。中国增长快速，内部的需求也会很大，比如医疗体系还不健全、基础设施建设还不够完备，完全可以把钱用在国内，为什么一定要生产那么多产品输出到海外呢？归根结底还是政策问题。”笔者仔细研读这些话中的每一个字，认为，虽然中国有很多人不愿意听到一个外国人如此评论中国，但令人遗憾的是，这些话简直句句都是真理。

“中国也不能再期望依赖于美国进口中国的产品给中国创造更多的财富……这种不可持续的方法在美国和中国都存在，我们必须有一种机制，让中国创造更多的内需，不再是依赖于通过贸易顺差积累财富。美国也应该期望要增加储蓄率，来适应新的环境。”这些话精辟而富有启示性，昭示了新世界的格局。这不正是中国转型的历史背景和战略方向吗？为什么克鲁格曼这么一说，大家就不舒服起来了？到底错误在哪里呢？难道说，本轮危机，中国真的就一点失误和责任都没有？难道说，我们所期待的危机后时代就是一切照旧而不需要做出重大的转变吗？

在这里，关于贸易问题，笔者也表明自己一向的观点：中国依赖出口的过度生产必须缩减，中国没有继续牺牲资源换取外汇的必要，也没有向全世界持续提供廉价产品的义务。不要以为出口下降是什么坏消息；反之，是好消息！中国未来的成败决定于内需的启动和民生的改善，别无他途！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）关于美元以及美国利用美元所做出的一些选择

关于美元以及美国利用美元所做出的一些选择，克鲁格曼说："美元的角色是一个流动性很好的货币，但世界并没有一个真正的国际货币体系。"他坦率地告诉世人，这是一个历史现实，言外之意是：不单纯是美国的意志，换了别的国家也一样。

他进而指出："中国之前做了错误的判断，所以积累了这么大的外汇储备，我觉得有点欠考虑，现在已经看到了结果。当时积累美元的时候有没有想到美元会贬值呢，现在没有好办法了，肯定会有很大的资本亏损，美国人当然会还债，但是这些债务承诺是用美金还，如果美金和其他货币贬值的话也没有其他办法，这是之前的判断失误导致的。"

这话有什么错吗？没有丝毫错误！如果说有什么错误，那就是过于直白了，让中国这个泱泱大国难堪，让惯于做面子工程的人很不自在，所以明知人家是对的，还要本能地"反唇相讥"。

其实关于美元的类似的话，笔者早在2009年3月20日的文章《美元堕落强于世界大战》中就说过。

感谢克鲁格曼给了笔者勇气，让笔者可以把文中的部分观点拿出来再次示人："没什么好奇怪的，美国对于国家利益问题向来就是现实主义……没什么好不平衡的，要怪就怪你自己，谁让全世界都给美元这个特权呢？谁让全世界的市场都被美元主宰呢？"以及"美国的选择已经很明确了。抗议没有用。在商界，首先要在了解规则的前提下加强自我保护，否则被对手玩儿死，是不偿命、不犯法的。这个规则不是美国一家定的，也不是现在才开始的，大家都有份，怨不得别人。恐怕除了跟随，其他国家没有别的选择。"

克鲁格曼也是这么说的："美国很多地方是做得不对，但是美国没有责任拯救那些储备了太多外汇储备的国家，这么要求美国是不对的。"笔者在为国内外汇储备悲哀的同时，不得不钦佩他的勇气，甚至人格，还有美国造就真学者的本领。

欧元和日元也是很好的货币，但是中国的外汇储备从一开始就毫无保留地跟定了美元而放弃了多元化。克鲁格曼发出了堪比皇帝新衣的诘问："为什么中国不这么做呢？这要问中国储备银行的官员，这并不是美国人的决定，这是中国人的决定。"

但是，中国没有人愿意公开承认自己的失误。跟克鲁格曼论战的学者们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更应该是很明白的。中国还需要在这种时候进行这类毫无疑义的辩解吗？我想结论其实很明确，错就错了，不要欲盖弥彰。事情发展到这种时候，我宁愿相信，历史在暗示很多人需要低调，有些人则需要黯然退场。

（三）关于黄金储备和美元债务问题

关于夏斌先生提到的黄金储备和美元债务问题，笔者认为克鲁格曼的回答很巧妙、很智慧。他说："我们不需要钱，我们为什么要卖黄金？除非有人希望拿到美元。"

笔者以为，这些字可以理解为：我们不需要（别人的）钱（很抱歉，我们目前只需要自己印刷的美元），（现在黄金如此便宜）我们为什么要卖黄金？除非有人希望拿到（更多的）美元（但是，难道你以为还有很多国家会像中国以前那样渴望美元吗）。

至此必须承认，克鲁格曼表现出了诺奖经济学家应有的高度和风范。

非常巧合的是，笔者近期也在思考美国黄金储备的运用问题，于5月14日深夜发表了文章《通胀预期及资产投资探析》，提出并分析了这样的问题："这些黄金储备本就用来应付危机的，但在这百年一遇的危机中，美国这个最大黄金储备国却并未出售黄金以换取资本，而是选择了印钞。到底什么原因呢？或许是因为印钞成本最低——既可稀释本国债务，又可贬值中国的美元储备，实现危机转嫁；或是认为黄金乃国之本，不想动用。或是认为金价还不够高。笔者认为，前一种可能性最大，而后一种也有道理。"

在《通胀预期及资产投资探析》中，笔者还做了一个大胆的设想："从常规逻辑判断，如果美国不想就此失去金融霸权和美元优势，那么也许短则2~3年，长则5~6年后，美国将不得不率先回收美元流动性，以唤回美元、金融和物价稳定。那么他最佳的选择可能是：在美元贬值和世界通胀末期，在现货或期货市场秘密抛售黄金，部分回购充斥世界市场的巨额美元，以换得美元再度崛起。如果美国更有魄力，还可以在事后大张旗鼓地声明销毁这些当年加印的美元。美国的黄金当然不是随便抛售的，他将来可以以更便宜的价格接回来：抛售黄金并回收美元的操作一定导致美元升值，那么，黄金价格将因美国抛售、美元升值和其他投机因素而持续走低。于是也许再经过5~10年的金市低迷后，美国便可以用不到当初一半的美元，再度购回当初抛空的黄金现货，以保持自己最大黄金储备国地位。"笔者不知道这样的设想是否能够实现，但这个问题很有国家战略价值。**笔者不希望中国总是满足于在出**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现重大损失后才怀着复杂的心情总结和学习别人的智慧。

（四）关于公平地分享碳排放的权利

关于是否能够公平地分享碳排放的权利，克鲁格曼指出了一个不容忽视的现实：中国的二氧化碳排放近年来大幅上升，2006 年已经超过美国，成为全球最大的碳排放国家。

环保问题是当今世界的共同课题，谁重视都是应该的，谁主张谁就站在高地上，反对者则注定处境尴尬。不管代表谁，我相信克鲁格曼的立场都是无可挑剔的。不过，在这个问题上，我相信克鲁格曼应该首先说明美国在这方面的不足，例如关于加入《京都协议书》。

发展中国家认为现在格外强调碳排放的限制对自己不利，理由是发达国家已基本完成了工业化，这明显是“只许州官放火、不许百姓点灯”。但是时代不同了，现在的世界确实需要更为先进的发展理念，况且，不能因为过去别人放过火，现在就肆无忌惮地放更大的火，这已经不是“点灯”的问题了。

至于是不是应该按照人口平均分配碳排放指标，这是个很专业的问题，不敢妄下结论。从爱国的角度，笔者希望答案是肯定的，这有利于中国的经济利益。但是，当中国以全民的名义向全世界索求的“碳排放的公平和民主”时，这或许并非很理直气壮的事情。

笔者个人的意见是：不管怎么说，也无论是对世界还是后世，中国都不能也不应回避自己的资源消耗和环境污染过度的问题。

在这个问题上，最后还是拍拍这个陌生美国经济学家的马屁，支持克鲁格曼强调的“折中的方案”：“如果光是愤怒、生气是没有用的，我们要共同努力寻找一个方式解决问题，而不是过多地坚持自己的看法。”

（2009－05－18）

低碳经济引领新生

经济形势在好转，争议却越来越大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（一）分歧的原因

个人觉得，一是冰火两重天的经济形势使然，最典型的是房地产与出口经济的对比；二是经济学家们过分偏执于自己的角度或者个人倾向。比如，悲观者总是看到一个个“红灯”，似乎市场一活跃就开始有危机，所以就说迟早要崩溃，就像人一出生就说将死；而乐观者又常常会认为前面是一片坦途，闭口不谈现存的问题和潜在的隐患，奉行“小车不倒尽管推”的原则。又例如，中央的决策从全局和现实出发，本来无可厚非，可是有人却不失时机地大唱反调、严词批评。

其实类似盲人摸象，大家的观点都有些道理，加在一起可能才接近事实。

（二）困顿的现实

个人认为，大背景来看，我们处于一个特殊的历史时期，一个非常失衡的时期。在2008年，中美之间的反向失衡同时达到了顶峰，相互的依赖关系也在2008年骤然间濒临崩溃，所以必须竭力自救。就像当年的女娲补天一样，中国祭出的是经济总量扩张策略，以全球最强大的财政和信贷基础筑起了谨防崩溃的厚重堤坝，根据国情把保增长列在了第一位，不惜暂时牺牲结构调整，严防过剩灾难和过度动荡；而美国则采取了全球收缩战略，弱势美元加低调自保以缓解矛盾、争取时间。奥巴马政府在国内祭出的是以减少赤字和增加储蓄的战略决策（美国居民的储蓄率从原来的几乎为零到现在已6.9%），在国际上则抛出了新能源和低碳经济这一法宝。

在这个大背景下，中国和美国的努力都很现实，虽然存在一些瑕疵，虽然需要一定的时间，但是，大方向都没有错，不应过分苛责。凭良心说，在这样的一个大背景下，大家都没有太多的选择。理想主义者、完美主义者，应该多研究一些人类历史，看看以往的金融灾难和大国更迭，引发了多少人为的非理性的灾难！相比一场在这种百年危机笼罩下本来一触即发的血腥战争，现在的某些缺憾，简直可以忽略不计。

走过动荡，还需要一个阶段的努力；之后，我们都期望世界走向大家期待的完美，但现在还不必心急。

（三）资产市场

出口增速还在以超过20%的速度回落，这没什么大不了的，早在2008年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就应该看到这一点。CPI 和 PPI 还在下降，这并不说明通胀预期是错误的，相反，现在的资产膨胀就是未来通胀的预演。通缩是现实的，通胀是未来的，着眼点很关键，不能简单论对错。需要引起注意的是：我们现在看到的数据都是同比数据，而 2008 年同期的基数是很高的，几乎都处于历史峰值，这在一定意义上给许多人造成了通缩很严重的错觉。不过这个错觉会坚定地支持宏观政策的积极基调，为资产市场的稳定提供了很好的条件。所以还是维持以前的观点，资产市场和大宗商品在未来的日子里，有充分的条件从容地上涨。

中国资产市场的短期过热，还远未达到泡沫化的程度。空前的流动性和人多地少的矛盾，以及现阶段中国经济对房地产行业“不得不”的依赖特性，都决定了今后的中国房价还很有空间。2007 年的房价不能作为判断泡沫的基准。谢国忠在“泡沫惊梦”中的房租泡沫标准也不敢认同，原因是，在未来几年资产膨胀、现金贬值的特殊历史时期里，房地产本身的增值将是主要的，房租本身倒是次要的，没有房租都可以赚钱，何况还有一些租金呢，这比黄金和股票强多了。

中国股市目前面临舆论的压力，甚至甚于市场本身的压力。现在来看，还不至于被压垮。有三个坚实有力的支撑因素：第一，中央的政策基调力排众议、坚定不移，像 2008 年年底以来一直顶住并战胜了悲观派一样的英明！第二，国内外经济数据会越来越好！第三，流动性还将长期存在，除非美元重新崛起，还没有哪个国家有实力改变这一局面。遗憾的是，美元崛起还不能成为吓人的理由，因为美元至今尚未成功筑底。所以，纵使股市短期过热而引发调整，不久还会迎来牛市第二波。

对于黄金，在此特别表达对一些专家就黄金价值过分推崇的不解：第一，论据似乎没有发现什么更为新鲜的内容；第二，对未来价格似有预期过高的嫌疑；第三，如此高调推介已经身价不菲的黄金投资似乎隐含着巨大的社会风险和个人风险，有必要反观某些人的教训和社会影响。对于黄金市场的走向，虽曾谨慎看多，但近期的市场表现，笔者觉得有必要引起警惕。个人以为：在流动性泛滥成灾、美元图谋筑底和低碳经济有望兴起的大背景下，身处高位的黄金市场是所有商品和资产中最深不可测的，谨慎些为好。

还有一种论调是“政策被投机分子所利用”，不无道理，但是不能过于偏激。问题的根源或许并不在于投机本身，而是社会提供了投机的条件和机遇。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（四）未来焦点

现实永远都不会完美，甚至不会接近完美，所以，过分的争议在现在和过去可能都毫无意义，应该更多地展望和设计未来。个人越来越倾向于认为：低碳经济是未来数年中最为关键的经济现象，各种乱象将因其而做出调整，新的经济秩序将由此逐步确立。

众所周知，美国在推行和倡导低碳经济，那么，世界各国如何应对呢？笔者个人的看法是：如果不能反抗，那就必须跟从，总之不能被动挨打。

低碳经济虽还朦胧，但是，作为继黄金和原油之后，美元所捆绑的第三个赖以复兴并主导世界的经济载体，未来可能会取得巨大成功，并将全世界重新拉回到理性繁荣的道路上来。

中国产业结构的调整，在一定意义上就取决于低碳经济的发展进程。过分期待政府对产业结构进行主动调整，其实是很有难度也是有失偏颇的，目前除了出口降温的外因之外，还迫切需要有另一个外在压力促使国内企业调整发展思路。

终将力挽狂澜并把世界带入一个新时代的新能源和低碳经济，还尚未充分表现其魅力，资本市场还需要对其充分挖掘、反复锤炼，之后才能在未来充当"补天之彩石"——美国借此恢复元气，中国由此告别盲目生产、资源消耗和环境污染。这是告别动荡年代、实现螺旋上升的现实选择。令人欣慰的是，世界正在为此而努力，新能源经济也日益深入人心。

作为一个能够有效缓解资源枯竭难题、能够让地球增加绿色以及让世界经济趋于平衡的新经济，低碳经济在未来应能得到全球各国更多的关注和跨国界的合作，以及更多超常规的支持。

（2009－08－11）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

稻草人与防通胀

周末到怀柔九渡河镇的西水峪游览了黄花城水长城。偶进五谷园，看到久违的各色农作物，倍感亲切。尤其是阳光下那一小片金黄的谷子，沉甸甸的谷穗饱满地低垂着，在微凉的秋风中散发出诱人的香味。不过，谷地的上部，赫然罩上了密密的网状红丝线，还有一些高高飘扬的红布条。作为曾经的农民，我知道，这都是为了吓唬那些偷嘴的小鸟的。果然，待我们走近时，有几只大胆的麻雀从谷田中扑扑棱棱地飞出来。哈哈，看来，有不傻的麻雀啊！

望着这些美丽动人的谷穗，不禁想到了这样一个比喻：农民的劳动换取了谷穗的丰收，这就像是货币竞发导致的流动性泛滥必然会带来通胀一样。正是因为谷穗丰收在望，所以农田的主人才紧张起来，摆出了一道道防备小鸟偷吃谷物的网，有时甚至会造设一些骇人的稻草人放到田间地头。这也正如现在的政府对待所谓的炒客和“投机分子”一样，因为预知通胀已是不可避免，所以才时不时放言收紧宽松的货币政策。然而，实际效果呢？我们知道，谷子到了该成熟的季节注定是要成熟的，而资产膨胀也存在同样的因果关系，该来的一定会来。

麻雀令很多人感到讨厌，因为它们总是在秋后成群结队地偷吃粮食。为此，甚至有些不食五谷杂粮的人对于麻雀也深恶痛绝。殊不知，麻雀也是吃害虫的，尤其是在谷物尚未成熟的成长期，这对谷物的茁壮成长还是非常有帮助的。这本来就是一个自然而和谐的生态系统。如果谷物成熟了就想方设法地防备和打击麻雀进食，是不是就有些不厚道了？另外，总是想消灭“麻雀们”，似乎也很不现实吧？大家都是大自然的生灵，凭什么土地上生长出来的粮食，劳苦功高的麻雀们就不可以享受一些？

麻雀们如果足够聪明，那就把谷物上面的丝网和稻草人当成一场盛宴即将开场的信号吧！

那些可爱的农民们，他们对时令的感知通常都准确无误，他们布防的努力也是不无道理的。但是，谁都知道，他们为什么开始了紧密的布防，谁都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知道，秋收季节就在不久后。大自然是很慷慨的，既然你种下了收都收不完的庄稼，那就不要自寻烦恼，该谁的让它归谁。经济世界也讲究因果报应，阶级斗争没有必要，规律起决定作用。

让那些见仁见智的人们热闹去吧，我们先慢慢享受着。冬天还早得很，现在大家没必要挨饿。

回望谷田，我想：这么大好的时节里，那些受惊而飞走的麻雀们，不久还会飞回来的。

（目前经济未稳，且 CPI 尚未转正，现在的防通胀，恰似成人对青春期前的孩子就开始严防死守，这不但过早、过敏而且注定会是防不胜防的，甚至是徒劳的。适当的防备是应该的，但孩子走向成人世界是不可阻挡的。对于孩子，起决定作用的是激素的旺盛增长，而对于通胀，起决定作用的是流动性的不由自主。）

（2009－9－14）

股市遵从自然法则[①]

本文感自笔者偶尔看到的一部精彩纪录片：《鳄鱼的最后晚餐》，相信对投资者有所启发。

长达数月的旱季，南非沙漠的一条河最后仅剩下一个拥挤的水池，掠食者与各种猎物聚集、挣扎在命运边缘，生死存亡的斗争轮番上演。在水池干涸前，口渴成为一件危险的事，饮水成为赌命的游戏。那是一个混乱的无政府状态，最终，连最强的主宰者也不能幸免于难。

一场罕见的旱灾里，“池塘系”众生的争斗和杀戮，让笔者想到股市，也不能不想到股市。因为那个因水而起的生存搏杀，与股市内在的生态循环如出一辙，相似到了令人惊诧的程度。

① 本文发表于2004年12月25日的《中国证券报》，原名为《“鳄鱼的最后晚餐”启示录》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（一）生态搏杀与股市众生

凶残的鳄鱼无疑是沼泽和湖泊的主宰。狡猾的鳄鱼惯于躲在浑浊的水中，用一双恶毒的眼睛等待猎物自投罗网。鳄鱼还是贪婪的，能吃的通吃，而且不喜欢分享。

为避免被鳄鱼攻击，聪明的狒狒在水池边挖洞，然后喝透过沙子渗过来的水；一向精明的猴子不愿冒险，它们在水池边的足印坑中喝水。这些猴子和狒狒们，正恰似股市那些“神通广大”或有自知之明者——他们从不深入市场，仍然可以“巧妙”谋利。最恰当的例子莫如前些年的场外申新大军。

母羚羊因为口渴得头昏而失去了戒心，最后竟选择在最糟的地方饮水，突然窜出的鳄鱼几乎吞掉它。这景象在投机市场随时可见，是典型的利令智昏，是“弱而不伏者愈屈，躁而求胜者多败”的形象大使。

鸟类尽管高高在上，却也成为鳄鱼立志捕杀的对象：空中的黄鸢看到水面上的一只死鱼，它俯冲捕食时，无法知道那条死鱼其实是诱饵，结果四五条鳄鱼突然露出了血盆大口。中国股市存在某些人物，偏爱吃贿赂或建“老鼠仓”。在巨大的市场和信用风险发生时，难免像黄鸢一样，为一条“死鱼”而自毁前程。

黄嘴鹳和苍鹭喜欢捕食困在浅水中的鱼，问题是它们捕食后，因各种原因不能马上吞咽，而狡猾的鳄鱼故意去骚扰，结果鸟就失掉了已到嘴的猎物。这不由让人想到股市庄家的“震仓”和“洗盘”。那些好不容易开始赢利的中小投资者们，一旦不能及时落袋，往往很快回吐收益甚至转盈为亏。

遭遇旱季的绿鸽也被迫到水池饮水。可怕的是，正如那些口渴的小羊一样，它们也完全不了解潜藏在水池里的危机。一不留意，小鸟或小羊就被鳄鱼拖下水。这些无知的小东西们难道不恰似那些前仆后继的新股民吗？他们在未知市场风险之前就迅速成为别人的盘中美餐。实在可惜，然又不足为奇。

食蜂鸟酷似股市的短线投机者，因为他们一样都是“必须不断地在太阳下觅食，才能满足需求”。狡猾的鳄鱼经常抓住食蜂鸟俯冲饮水的机会下手。不过，因为机敏，食蜂鸟大多可以逃过此劫。由此想到，股市短线高手若想长久生存，唯一的指望也无非是“快进快出，毫不拖延”。

一群水牛长途跋涉到池边喝水也遇上了危险，但在鳄鱼下手前，水牛们也决定离开。这两个场面让人想到那些非专业的实业投资者，他们偶尔也对实业投资感到厌烦，但当他们尝试进入股市时，却发现面临了新的风险。尽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管他们已经足够成功和强大，但是面对很不规范和缺乏信用的股市，也只能知难而退。

白冠雎鸠的鸟巢在那个旱季里多次被鳄鱼破坏，并且后来的事实证明，这些鸟在那个旱季里的孵化完全失败。这正像那些数不胜数、生不逢时的财经顾问公司，在市场衰败时，它们费尽心机却难以成长，甚至纷纷倒闭。

随着旱情的加重，“泥巴池里充满了已死或垂死的鱼”。这些默默无闻、被“河马和鳄鱼们”踩踏到最底层的鱼，正如股市的广大散户投资者，其实是最可怜的，因为在这个弱肉强食的世界里，他们的生死甚至可以被忽略。

大限将至，作为高等些的动物，狒狒们之间原本还存在的友爱和协作不见了，在持续猎杀其他物种的同时，它们开始残酷地对待同类，为了食物所有权而相互争斗。以此来观，为高级动物所主宰的投机市场又如何能不更加残忍呢?

大象是庞然大物，饮水时不需要担心鳄鱼，可是它们比较喜欢喝清水，它们的方法是在水池边的沙滩上“努力地挖掘”。它本身并不对其他生物构成很大的威胁，即使干渴难耐，也不肯低头到鳄鱼主宰的烂泥塘里喝一口脏水。观看至此，不由得想起投资基金、阳光基金应该有自己的风格和品格，应该向大象学习学习。

（二）先知先觉者强，不知不觉者亡

水源枯竭，自然生态就无以为继，相关利益主体都会受到损害。长期无雨，行动便利，先知先觉的动物离开了水池，踏上最后的寻水之旅，有一些会死在寻水的路上。可仍有不少动物看不到即将崩溃的危机而不知不觉地继续聚集，这无疑加剧了本已紧张万分的生存厮杀。这等景象与熊尾巴阶段的股市何其相似！——有迫不及待往里冲的，有急不可耐往外逃的，恐慌、骚乱，一团糟糕！

曾独霸一方的鳄鱼们最终也慢慢离开水池，也许它们终于感到那里是找不到未来的。最大的鳄鱼领袖却没有离开，它钻入泥浆深处，企图用残存的水分保存自我。部分鳄鱼趴在池畔树荫下躲避骄阳，靠仅存的能量与时间较量。不幸的是，除了几条小鳄鱼存活在冰冷、黑暗的河床深洞，这些坚持到最后仍未离去的家伙几乎全部身化白骨、命归西天。此情此景，正宛如大多数已被深度套牢的机构大户们，曾几多时，他们对“大势已去”不知不觉，一味忠诚于市场，而市场却残酷地我行我素，所以他们除了被动挨打，还能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怎样呢？

旱灾是动物们难以预测的，这是它们为灾难所灭的原因。其实，股市投资得失也是这个道理——人们通常以为股市是可以预测的并竭力按照自己的预测行事，却再三忽略市场与预测的差距。其实很多时候，主导股市的因素并非一般投资者可以提前发现、全部了解或加以左右的。因此，对于未来走势之不可测的风险，认识足够的就出局自保了；而多数投资者坐以待毙，他们“以硬碰硬”，固守、抗争、不肯低头，到头来只能是耗尽最后的体能。可悲的是：他们的命运或许早已注定，只是他们浑然不觉。

（三）生存策略是首要的

股市这个巨大的蓄水池吸收、利用并滋养社会各界的闲散资金。围绕市场，多种行业主体以及千姿百态的投资者共同构成一个独特的生态系统。股市的景气程度最终决定于资金供求，正如湖泊的水量决定于气候一样。两者都存在一个循环交替、轮回枯荣的过程。

最重要的自然法则是生存法则——优胜劣汰，适者生存。但是，这并不是说强者就一定能生存，因为有时恶劣的环境可以消灭一切。在股市，生存法则也是第一位的，因为有时市场的风险是灾难性的。面对市场，宁可高估风险，不可懈怠疏忽；面对风险，只能回避，不能硬拼。

（四）投资风险不容低估

我们经常讲风险，因为风险是大家都不情愿面对和承担的事情。人人厌恶风险，但什么又是最大的风险呢？答案恐怕是：对风险的低估、麻痹和侥幸就是最大的风险。“温水煮青蛙”的故事以及“巴林银行事件”等都表明，投资风险不是一朝一夕形成的，投资者是一步步滑向深渊并最终万劫不复的。

季节分为旱季和雨季；而股市以及和股市一样集中交易并充满投机色彩的市场则分为淡季和旺季、牛市和熊市。对大多数股民来说，不幸的根源在于其对旱季或风险持续的时间和严重程度缺乏足够认识和准备。自然灾害及历史经验表明，资本市场的杀伤力可以残酷到无以复加的地步，因此每个个体的承受力都是有限的。当市场急剧升温而资金却无以供给甚至日益流失，大家都完全没有必要为了“急于喝到一口水”铤而走险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（五）顺应大势，事半功倍

当几乎所有生物都似乎无法承受生态环境的煎熬时，偶尔也会风云乍起，似乎“气候”的变化可能会带来一线生机。但久盼的甘霖往往是短暂而微不足道的，酷暑和燥热很快恢复，直到最后一滴水也被蒸发。股市也常给人错觉，在漫漫跌势中，偶尔也会走出反弹或转势的假象，许多人正是经常为此迷惑而亏损。

俗话说“费劲的不赚钱，赚钱的不费劲”，什么道理？是顺应不顺应规律的问题。大部分人喜欢贪图小利，以所谓技术分析的“雕虫小技”在市场里进进出出，而不经意间忽略了宏观趋势把握，这就难免被市场所迷惑，甚至深陷泥潭而不能自拔，就像旱灾笼罩下的池塘生物一样惨不忍睹。而只放眼高远，顺应大势的人，决不轻易染指市场，他们的功夫是“跳出三界外”，安静而长久地等待最佳的时机出手；一旦出手，他们的功夫还是等待，等待利益最大化。记得罗弗热在《一个股票经纪人的回忆》中这样写道：“从来不是我的思考替我赚大钱，而是我的坐功，明白了吗？我一动不动地坐着！”为什么不是思考呢？无数大师已经明告：多数情况下市场是不可预测的，因此策略比预测更重要，我们唯一能做的明智的事就是发现并跟随市场的大趋势。

后记：纪录片结尾的解说词，很有深意。清晰地记得，当笔者看到那条因干涸9个多月而上演了生死挣扎的河床，突然有流水滚滚而来的时候，可能是因为股市连续三年走熊而心态复杂的原因，在优美的片尾音乐声里，眼睛都不知不觉地湿润了。相信不少走过牛熊交替的市场投资人，看到这里，想想动物与气候，想想个人与股市，也会感慨万千的：“越过远处的山脉，气候会再度形成，雨季将再度来临。旱季随着河床再度水满而结束。没有野生动物的欢呼来迎接这个景色，可是河流继续形成，直到可以让生物继续游泳。谁说到时鳄鱼不会为之欢欣鼓舞？水鸟不会在水中嬉戏？**自然界很少有圆满的结局，但是却生生不息。当河流再次形成，生存者会来到岸边，生命的循环会再一次开始！**”

（2009－11－15）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

孙子兵法与金融投资[①]

投资之修为，无非三点“抱法、处势、用术”。在一个风险重重的市场里投资，最终决定我们绩效的，还是投资人的操盘策略，正所谓“三分预测，七分策略；三分选股，七分操作”。

近日看到《孙子兵法》中的一句话：“其疾如风，其徐如林；侵掠如火，难知如阴；不动如山，动如雷霆。”不禁豁然开朗，觉得再没有比这个更能精准概括操盘投资之要义的了。

“疾如风”一般适用于行情突发时刻的快速跟进，或者在目标价格出现时毫不犹豫地建仓或平仓。快到什么程度？可以快到“先开枪、后瞄准”。尽管这种先行动、后思考的做法看似鲁莽，但前提是更早以前的精心设计和准备。就风格来说，有的人进得快，有的人出得快，做对了都相当了得。若总是快进快出，恐怕多是些蝇头小利，不过倒也可集腋成裘。

“徐如林”一般适用于大资金，尤其在行情不温不火的时候。强调一个慢字，需要意在长远的耐心，逐步地收集或者派发。股市的操作尤其不能急，因为一只股票连续上升或下跌的时间还不足全部时间的1/3或1/5，多数时间是牛皮震荡和“磨洋工”，直到把没有耐心和缺乏信心的都“磨”出去为止。风险较大的期货市场有所不同，“徐”字似乎不很适合，除非是牛皮市。

什么人会“侵掠如火”呢？庄家或者老辣的短线中户。前者吃足底仓后，一定会反复震荡，时间或几天或几周甚至更长时间，待基本面配合以及技术指标到位后，就该拉升了。这时一般会高举高打，连续放量冲关，行情进入“主升浪”。此时此刻，老辣的中户资金最喜欢跟进。这批人的高明之处就在于他们始终屯留大部分资金专俟这种“一马平川、长驱直入”的机会出现。众人添柴之下，行情愈加火暴地放量上扬。实力足够、题材够好的，甚至能屡屡惊艳全场，招致更多人跟进追捧。遗憾的是，散户往往不是跟进过早就是过早出局，这是因为他们不善于观察主力动向和意图，老想比庄家还聪明，

① 本文部分刊载于《大众理财顾问》2009年第十二期，原名为《孙子兵法中的炒股谋略》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这其实几乎是不可能的。所以能从头到尾吃下大部分涨幅的少之又少，真能从第一次突破就跟进直到放天量那天高位出局的，那是段位极高的神仙了。在股市，高手总在寻找可能或正在“侵掠如火”的那些个股。平庸之辈呢总在那些来回拉锯、不死不活的个股上耽误工夫。“侵略如火”的场面多发生在牛市中后期。单边下跌的恐慌抛售，也可叫做“侵掠如火”吧。若是在期货市场，更是如此，因为沽空经常是主动的，方向对了更容易赚钱。

“难知如阴”是说一个人或一种情势很高深，神秘莫测如阴天，不知下一步将雨将晴。这话落实到操盘手，就是他在隐藏自己或迷惑对手的时候，叫人永远捉摸不透。散户经常有这种感觉。一只股票好不好？有没有庄家？庄家是在洗盘还是在出货？眼前的拉升是真还是假？风传的题材到底可信吗？等等。除了部分老手能从基本面、量价关系、走势形态等因素分析并接近真相外，乍看图表和乍听人言的新手，看来看去、听来听去，总是不免有“难知如阴”的困惑。老子说“知者不言，言者不知”，说得也是这个道理。市场高深莫测，只有虔诚面对并真正尊重它的人才能修得正果。所以要记住“不要随便蹚浑水”。真正的操盘手不乱作行情，也不会乱讲话。一怕害己，二怕误人。神奇如巴菲特者，也在有意无意地遵循着这样的行为准则。

“不动如山”往往让人联想起巍峨的高山，稳稳地屹立着，纹丝不动。操盘到此境界，也是让人无比崇敬的。想起武圣的一句话：“昔之善战者，先为不可胜，以待敌之可胜。”不该动手的时候，一丝一毫都不为之所动，甘于寂寞方能成为世外高人；该坚持的时候，就像高山迎风矗立，耐心地守候，冷峻而坚毅。前者往往能让你少一些冲动，多一些完美的建仓机会，一开始就注定了你必将在跌宕起伏、风险莫测的市场中居于一个十分安全的部位，类似“居易俟命”；后者则往往能让你少一些不安，多一些让利润奔跑的时间，到最后总能证明你是真正有远见卓识而超凡脱俗的王者。可见心态以及心理素质的重要性。打麻将的人都知道一句话叫做“新手火力壮”，其实主要还是由于他们心态比较好。

至于什么时候该动手？什么时候该坚持？这的确是个很深奥的问题。不同段位、不同级别的操盘手认识不一。所有操盘手都知道，为了提高胜算率，必须主动减少作战目标和交易频率。为了一时冲动而交易往往形成“鸡肋投资”、“骑虎难下”的局面，甚至始乱终弃、形成亏损。另外，高级操盘手都应有几手漂亮的绝活儿——抓住那些被他们屡试不爽并看做“简直就是送钱”的走势和机会。或许无论对于哪个级别的操盘人，都需要谨记“无胜算不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

战”。操盘有术的人，自然能识别和把握更多的必胜机会。一般人识别的相对较少倒无关紧要，只要不经常鲁莽行事，就能最终取得不错的战果。时间长了，熟能生巧。

“动如雷霆”讲究的是速度和气势，“势者，积势之变也”，所以“动如雷霆”往往发生在市场出现突变、新的趋势有望生成并有可能越来越强以致形成摧枯拉朽之势的初期，这时就应快速跟进。速度是一种神奇的力量，“激水之疾，至于漂石者，势也”。作为操盘手，善解“势”意就意味着财富。“兵贵胜，不贵久”，真正高效的市场投资不需要也不能耗费太多的时间。面对重大而确定的转折点，能否坚决而快速地采取行动是衡量一个操盘手水平的重要因素。还有一种情况是发觉自己失误和开始出现亏损的时候，也要“动如雷霆”。我们知道，市场之害大多来自于“温水煮青蛙”的麻痹作用，只有能在关键时刻毅然决然采取正确行动的，才配称“顶级高手”。“机不可失，时不待我”，实际上很多人的投资灾难都始自关键转折点的行为取向：转涨的时候买就买了，会一直买，这就跟对了牛市的趋势；转跌的时候卖就卖了，会一直卖，这就跟对了熊市的趋势。怕就怕一开始就犯拧，拖拖拉拉、将错就错，最终铸就成大错特错。一个是良性循环，一个是恶性循环，差别之大，无须言表。

“静如处子、动如脱兔”，这句话与以上有异曲同工之妙。个人理解，这就是文武之道、张弛之道，“静如处子”与“动如脱兔”相辅相成、互为因果。一些较好的操盘手能切实印证这一点：他们多数时间都表现得心无旁骛，恬静而安然，但在必要的时刻，笔者发现他们的思维、悟性和行动都十分敏捷。

总之，“善守者藏于九地之下，善攻者动于九天之上，故能自保而全胜也”，这似乎就是对“不动如山，动如雷霆”的进一步解释。投资没有一成不变的取胜之道，有时必须依靠审时度势的随机应变、出奇制胜。孙子说过：“凡战者，以正合，以奇胜。故善出奇者，无穷如天地，不竭如江河。”时间久了，就会明白：靠别的都不成，靠别人更不成。想做顶级操盘手，不但要在市场中摸爬滚打，还要反复研习“孙子兵法”。

市场如战场，适用诡诈之道，因此做个顶级的操盘手实属不易。孙子说：“兵者，诡道也。故能而示之不能，用而示之不用，近而示之远，远而示之近。利而诱之，乱而取之，实而备之，强而避之，怒而挠之，卑而骄之，佚而劳之，亲而离之，攻其无备，出其不意。此兵家之胜，不可先传也。”笔者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以为这就是“庄家之道”，虽然诡诈，或许也无可厚非。毕竟资金量再大，也是要承担风险的，中国草莽时代的结束很说明问题，一批批的股市枭雄们倒下了，没有人会同情他们。在这个你死我活的金融市场里，难道你要庄家做活菩萨不成？所以说风险投资异常残酷，没有人能随随便便成功，这个一定要有心理准备。中国的金融市场更是变化多端，好的投资者必须熟悉游击战术。即便顺风顺水，也要时刻提高警惕，随时防备敌人在关键部位发起伏击。俗话说“你有你的千变万化，我有我的一定之规”，这就要看你具不具备操盘手必备之素质了，说到底，这不仅仅是一种专业修为，更是一种“特殊的禀赋”（巴菲特语）。所谓“小胜靠智，大胜在德”，这个“德”字应该就是那种内在的禀赋，就是那种良好的心态和过人的素养。

做一个好的操盘手，就要尽量做到融于市场之中甚至与市场合而为一。也就是说，个人只能跟随市场的节拍，主观上、情绪上和行动上既不能快于市场，也不应慢于市场。如果市场是水，操盘手就应该做水中鱼——大鱼吃小鱼是自然界的天经地义。要想做一条快活游泳的鱼，需要学会感知和顺应两个事情：冷暖和方向。这决定鱼的速度乃至生死。其余都是次要的，甚至都可以忽略。好的操盘手也需要关注两个关键因素，那就是量和价，这也是两个根本因素。永远不要跟它们对着干，因为交易者永远无法改变市场！事实上，投资人任何时候试图把愿望、意志和感情强加于市场时，都是非常危险的。至于市场以外的噪声，极少能干扰优秀的操盘手。正如一个音乐爱好者进入了音乐厅，他只捕捉主旋律和音乐的细节，对于观众们的任何喧哗，都会有一种天然的排斥。每当遇到矛盾和困惑时，好的操盘手宁肯相信自己基于市场本身的判断，仅此足矣。听起来十分简单，遗憾的是一般人做不到。多年的实践和观察使笔者对此深信不疑：多数投资人败就败在自己脱离市场本身的主观上，或者一时冲动、心血来潮；或者盲目自信、侥幸行险；或者疑神疑鬼、偏听偏信，总之，正如歌德所言“幸福的家庭家家相似，不幸的家庭却各有各的不幸”。

大道至简。纵观投资大师们的成功之道，虽然五花八门，但其中仍有不少朴素的共通之处。例如“重势”与“重远”，例如“谨慎与保守”，例如对投资对象和时机的极端挑剔等，都属于简单但却颠扑不破、屡试不爽、历久弥坚的守财聚财之道。说到谨慎与保守，有一句话值得谨记，那就是：在交易策略中要“执两端，用中间”，若有犹疑就要选择保守而不是激进地追求极端。有很多大师非常善于等待，等待那些“无本万利”的送钱机会——称之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为“安然捡钱”而不求“舍命抢钱”。这也暗合了孙子兵法的古训：“古之所谓善战者，胜于易胜者也。故善战者之胜也，无智（而）名，无勇（而）功。”不幸的是，多数投资者经常把自己置于上下皆有可能的不利地位。记得爱默生也曾经说过：“采用大自然的步速：她的秘密在于耐心。”我想，这对急于求成的人是有益的启示。中国也有句俗语叫做“财不入急门”，所以笔者见到那些血气方刚的投资者或者举债冒险的投资者，总有不放心的感觉。

根据多年的体验和分析，个人认为：金融市场其实就像一个非常情绪化的、处于青春期的少年，出奇的躁狂而时常叛逆，又常遭受各种诱惑和成长烦恼，因此常常犯下各种错误，让人急不得也恼不得。人们用通常的逻辑和理性去分析和预测这样的市场，也就往往会不得其要领。“羊群效应”经常出现，尽管毫无道理可讲。总有一些人的“群体无理性”会对市场造成难以理喻的影响，超越人们通常的认识能力并且注定难以精确预计。“市场的长期有效性和短期随机的不可预测性”，投资者经历越多就会体察越深。事实上多数投资者常常因此遭受交易困扰和资产损失，也因而产生一系列的负面情绪和不理智行为。经验告诉我们：当状态不佳的时候一定要立即离场、开始阶段性休息，不要担心后面的市场没有机遇；当感觉市场可以预测的时候，当赚钱变得非常容易的时候，却往往就是不测即将发生的时候。当然即便出错也不用过于苛责，我们唯一期待的也许就是更多地借助于对我们明显有利且较易轻松把握的“势”。正如孙子所说：“故善战者，求之于势，不责于人，故能择人而任势。”

面对生性难以把握的市场，要做超级操盘手，就要从精神上超脱和豁达些。或许我们都应该像一个宽厚的父亲对待自己的爱子一样，时刻在背后关注着他，与他摆开距离的同时默默地深度与他对话，解读他阶段性的行为特点及其诠释出来的信息，而不是事无巨细地跟他一般见识——婆婆妈妈地斤斤计较只能适得其反。在他情绪高涨、忘乎所以的时候，要及时给他泼点冷水；反之，在他遭受挫折或重创而过于悲观和消沉的时候，要及时给他指引并对他合理的诉求给予资金支持。其余的时候就让他自由表演，老爸则几乎什么都不用做。想做超级操盘手，就应有“视市场如子女”之气度，就要有做“市场之父”的宽厚、老练和从容。

（2009－11－12）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股指期货的期待与梦想

回顾期货市场和虚拟经济的发展历程，反思国内外资本市场乃至世界经济的发展史，可以说，错位和畸形比比皆是。合理与不合理的存在，其实都没有什么好奇怪的。例如就当前来讲，人们找到了一个好听的词汇来掩饰共同的过失，这个词就叫做“失衡”，其实就是畸形和不可持续的代名词：例如中美经济模式反向失衡但还各自趔趄着继续前行；又例如实体经济与虚拟经济已经严重失衡但没有人能够彻底扭转，而且可能故态复萌；再例如，全世界都看到了美元欺骗性的底牌，但都不得不随波逐流。

就在几十万从业人员和投资高手们几乎望眼欲穿的时刻，在一个不胫而走的传言之后，官方消息终于出来了！融资融券和股指期货已被国务院原则性批准。据说股指期货约 3 个月会正式出炉。

一个多年的悬疑，就这么尘埃落定。在现实面前，关于股指期货是否应该开设的争论，似乎从此失去了意义。今后或许只有那些在股指期货上遭受重创的机构和个人，才会时不时地想起曾经的反对意见和善意的忠告。即便如此，似乎也是没有什么意义的——在“大鱼吃小鱼”的金融市场，总是要有人牺牲的，然后才会有少数人的辉煌。

笔者曾经立足社会效应而提过几次不同意见，以致令一些朋友不快。《证券日报》资深记者不久前见到我，就意味复杂地说：“郭老师，看到您最近的文章了，让兄弟们很伤心啊！”笔者表示了歉意，解释了某些超越技术层面的反对原因。并当场表示：从一开始我就不怀疑股指期货早晚会被推出来，而且现在看，就快了。

事实上，许多业内朋友跟笔者说过类似的话。说老实话，虽有歉意，但笔者还是选择说出最真实的话并准备承担批评和压力。某期货公司的总经理为此对笔者说：“别人没有权利限制您，这个行业也不应该没有包容性，本来就应该鼓励百家争鸣。”《A 股股指期货应让国外先行》（《中国发展观察》杂志 2009 年 11 月刊，人民网、新华网等转载）发表以后，媒体的阵地开始变得很不平静。笔者注意到，宣扬股指期货优点的文章接连出现，有一篇在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《人民日报》发表。

其实，从业务、投资和对期货市场的感情角度，必须承认，在内心里，笔者一直是股指期货的期待者。从社会效应出发而反对开设，不能改变这一内心的真实感受。17 年前，笔者是作为中国金融期货先驱的国债期货的主要研究者之一，曾经自始至终地代表北京商品交易所对外发布市场周评并参与国债期货的市场管理、规则制定等，并多次在《中国证券报》债市论坛、《中国期货》杂志、上海社科院期刊等发表国债期货研究文章，频繁接受各证券公司的邀请，为股民现场演讲，还在国家图书馆开办国债期货市场专题讲座、在北京商品交易所红马甲培训班上负责国债期货的专业培训课程。值得一提的是，笔者曾于 1995 年 2 月 18 日在《中国证券报》发表文章《国债期货市场交易现状及思考》，提前五天预言了震惊中外的"327 国债期货风波"。《中国证券报》记者姜汉还在"327 国债期货风波"之后引用了该文，笔者还因此获得了内部奖励。其后，笔者作为主要人员全程参与了北京商品交易所一系列国债期货市场风波的处理，包括 1995 年 5 月国务院决定暂停国债期货的善后工作。此后接受北京电视台等媒体采访并介绍了北京商品交易所国债期货的管理经验。在"327 国债期货风波"处理过程中，笔者还在《中华工商时报》发表《中小投资者的利益谁来保护》的文章。为此，笔者深知金融期货之实、之本，深知一个金融期货品种的开设对社会和广大投资者意味着什么。同时，在国债期货暂停之前，笔者也已有非常明确的预感并写下了《国债期货市场功不可没》的文章，于 1995 年 3 月 3 日在《中国证券报》发表。遗憾的是，无力改变国债期货在两个多月后被暂停的命运。自此以后，实际上笔者一直在关注和期待中国金融期货的再生。

15 年了，股指期货终于出炉。好在，股指期货有门槛；好在，中国期货市场的管理水平已经有了巨大的提升。所以，在业内兄弟们苦苦奋斗了多年，终于获得国务院批准开设之后，笔者真的觉得还是很欣慰的。从中国期货行业的发展历程看，尤其可喜可贺！

笔者对股指期货充满期待的另外一个非常重要的原因是：我国股市一直难改信用状况低下、内幕交易横行、操纵行为多发、习惯大起大落等弊端和恶习，加之只能做多不能做空，导致单个股票的可投资性及可操作性非常差。中国股市总是"撑死胆大的、饿死胆小的"、"外行赚钱易、内行赚钱难"。股指期货出来以后，很多市场老手将会毫不留恋地转战到股指期货这个市场化程度更高、操纵难度更大的市场里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于股指期货的种种意见，笔者从此暂时保留了。笔者诚恳地希望股指期货能成功开设并顺利运行，不要走上国债期货市场被暂停的老路。股指期货之后，还有国债期货的恢复以及外汇期货的诞生，所以股指期货任重而道远。在这里希望整个期货业能够切实地珍惜这一机遇，实实在在地做好每一件应该而且能够做好的事情。

个人认为，股指期货开设以后，最值得看好的也是业内最应积极推动的，是股指期货投资基金。

股指期货一旦开设，估计很快就会参与者众多。但不是每个人都适合和适应股指期货，即使你是一个久经沙场的股市高手。适合股指期货的人必须具备股票和期货两个市场的实战经验，尤其是熟悉期货市场的操作特点，否则必定会在很长时间里持续交出超级昂贵的学费。未来的股指期货高手则一定是具备宏观经济研究背景、善于分析和预测股市大盘走向并具备长期的投资经验和操作经历的人。由于我国证券期货市场发展历程较为短暂，以上人才肯定是不多的。就是这一批为数不多的业者，应该联合或组织起来，共同推动股指期货投资基金的发展，通过自己的操作业绩，整合普通投资者的资金，服务于投资者财富增值和股指期货市场的稳定发展。

总之，股指期货已经具备了“准生证”，这注定将成为中国金融史上一个重要的里程碑。作为一种神妙莫测的市场工具，股指期货将很快改变中国财富结构，很快改写中国投资英雄谱。

最后，笔者有一个预言：中国股市，尤其是股票二级市场，永远都不会出现财富增值堪比巴菲特者；而中国股指期货才是中国诞生世界金融投资首富的温床。正如中国赶超美国必然需要超常规、跨越式发展一样，中国的投资者们要想超越美国巴菲特的投资奇迹，也只有利用股指期货这一类超常手段。

即使不做世界首富，至少大家都多了一种财富博弈的工具。

(2010 - 01 - 10)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从布莱尔接受伊战辩护看价值观的决定作用

布莱尔接受伊战质询的事情，让人再次领略了英国式的民主。仔细翻看布莱尔的回答，感觉他很诚实，像是在对上帝讲话。基本的意思是：即使没有发现大规模杀伤性武器，整掉萨达姆也是应该的，没有什么阴谋也不值得后悔，根本原因在于萨达姆是邪恶的，他的政权是危险的——布莱尔列举了萨达姆的黑色统治，例如在国内使用化学武器，例如萨达姆12年来一直阻止联合国武器调查人员调查。而众所周知的是，萨达姆家族特色浓厚的残暴统治，确实是令人发指的。

尽管事后美英政府遭遇国内民众的尖锐指责，但是人们不满的焦点似乎更多地在于对战争结果的不尽如人意和代价的超预期。面对如此形势，尤其适逢美英为主的金融危机这个非常不利的背景，如何解释自己曾经的决策，就更是对西方领导人的一个严峻考验。个人认为，布莱尔的表现以及他坚持的立场，都很好地维护了自己以及西方的尊严和价值观。

笔者一直认为，伊战是美英等国高估了自己的实力，在不恰当的时候发动的一场很不明智的战争，以至于后来变成了“一个帝国与一个人的战争”。这从国家利益来说，是很可怕的。这也是笔者在2007年就坚定看衰美国的一个重要理由。尽管如此，也尽管后来并没有发现任何大规模杀伤性武器令美国十分尴尬，但是，从西方发达国家一贯承担的世界责任及全球推行的价值观来看，不能说发动这场战争是完全错误的，更不能说是邪恶的。笔者相信，是“非邪恶”的决策价值观给了布莱尔今日的从容，并将最终平息仅仅局限于国内利益的民怨，并避免为西方的历史增加新的污点。

这类对以往政府决策进行反省和接受质询的制度安排，无疑对国家、社会和人民都是非常要紧的、有利的。英国首相布朗2009年6月授权成立了“伊拉克战争独立调查委员会”，由约翰齐尔考特爵士领导的5人工作小组从2009年11月开始陆续对布莱尔时期的政府要员展开询问，调查从2001年夏至2009年7月底英军备战、参战、撤军的全过程。现任首相布朗将在大选前接受质询，而此前他曾获准大选后再接受质询——这也是一种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

民主作用结果的体现。

屡屡见到日本、中国台湾地区政坛走马灯式的“上上下下”的民主，也多次看到韩国前总统们下野后被逐一清算的悲惨命运，以及菲律宾、巴基斯坦等国民主外衣下主动或被动的军事政治，总之乱象丛生。感到与其那样的民主可能还不如不民主。一些亚洲国家的民主不是水土不服就是彻底“走样儿”。民主思想与尊重人权其实是密不可分的，二者一同深入灵魂的，恐怕还就只有那些老牌的西方人。经过历史的积淀和社会变迁的洗礼，或许也只有那些西方人才真正懂得如何有秩序、有限度地运用民主来维护国家与国民的整体利益。

不得要义而又常被滥用，就是东施效颦，如何好得了呢？古语说“橘生淮南则为橘，生于淮北则为枳”，都是水土的原因。在人家那里好，到了咱们的土地上，就未必好，而且往往产生很坏的结果，不得不防。到底为什么呢？恐怕与社会的价值观有关。

当然，本轮危机再次证明了资本主义也并非万能，所以说：或许关键的从来就不是什么制度，起决定作用的是价值观，是人（群）的行为本身。若缺失良知或背叛常识，那就是脑袋有问题，所以无论穿什么鞋都怕走不好路。

（2010-01-30）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四章

资产投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何看待房地产及相关股票

房价调整是一方面，房地产行业的长期前景又是一方面。灾难给了龙头房地产公司机遇。另外，宏观环境和社会因素也不允许房地产行业出现大的波动。

我国房地产龙头公司股价在2007年8~11月份先后见顶回落，至2008年5月普遍达到了3~4折的程度。调整时间接近10个月。

2007年4月16日，招商地产股价自28元始，在2006年11月1日达到高峰102.89元，股价飙升了3倍；而截至2008年5月21日，其后复权股价只剩27.75元。

招商地产只是一个缩影，金地集团、保利地产等公司的股价也在上涨3倍后，缩水为高峰时的1/3。

一切又都回到了原点。回到最初的不仅是股价，还有机构的持仓筹码。2007年3月31日，保利地产机构持仓比例达40.855%，截止到12月31日，持仓集中度高达74.104%；而到3月31日，机构持仓比例已下降到44.17%。

在这样的时节，市场竟然还在争执、彷徨、犹豫，甚至是看空，实在令人惊诧！如果散户屡买屡套被打怕了，还有情可原，机构投资者呢？理性的价值投资到哪里去了？

在我国，城市化进程方兴未艾，人民币升值趋势所导致的资产价格裂变进程尚未完结，房地产行业的中长期前景确定无疑。宏观调控实际上正在解决短期过热和价格过高的问题，这是行业发展的必经之路，但无碍长期景气。

尽管存在房价暂时下跌、部分房地产公司流动性不足甚至业绩下降的短期不利或不明朗因素，但是3~4折的股价应该说几乎释放了所有的风险。至少不必在不安和恐慌中继续抛售。

市场之所以犹豫和信心不足，多是因为很多投资者期待或害怕房价雪崩和房地产危机。但综合分析起来，这种可能性在减小。原因在于，由于外需减少和物价持续上涨的威胁，经济过热的隐患不但被有效消除，而且，成本的失控性上涨正在打击产业资本的投资热情。今后的问题实际上将不得不转

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

换到避免经济过冷和长期的通货紧缩方面来，货币政策的从紧性基础正在发生着根本性的动摇，至少空间已然十分有限了。2008 年一系列的国内灾害事件、境外反动势力的围攻、国际房地产市场的动荡和诱发的一系列危机等因素，也将显著增加我国政府对房地产业维持稳定发展的重视程度。流动性吃紧且与房地产业息息相关的银行业必将成为维护和促进房地产行业稳定局面的中坚力量。据了解，作为“牵一发而动全身”的房地产业，半年来的持续低迷，使得不少地方政府也切实感受到了压力和危机。另外，原材料、劳动力等成本的持续大幅度上升也制约了房价的回落幅度。群众收入的增长和国民财富的增加以及全社会对住房的刚性需求，也在逐步增加房地产企业在目前供需双方对峙格局中最终取胜的可能性。最后，流动性对于已经上市的房地产公司而言，实际上并不是太大的问题。况且，多数龙头公司已经未雨绸缪，增发股票的增发了，发债的被相继批准了。如果需要，相信他们仍然能够再次融资，相信也会有人继续看好和支持他们的发展。与过去融资渠道狭窄的时代相比，龙头地产公司抵御短期波动和风险的能力是大为提高了。总之，房地产没有那么悲观。房价雪崩的可能性恐怕是杞人忧天、一相情愿。

虽然不排除一些市场层面的短期误判和非理性操作的可能性，但是，总体而言，作为分享中国崛起和经济增长的最佳投资载体，房地产行业不应该出现更加过度的低估。在这里，呼吁机构和大型投资者本着中长期投资的理念，逐步建仓和吸纳估值水平偏低的龙头公司股份，谋求长期厚报。在此，也顺便给那些一直坚守房地产投资的机构们打打气：既然值得放弃波段操作机会的长期投资因素依然存在，那就再咬着牙坚持下去，把房地产投资坚持到底，不要在黎明前把珍贵的筹码低价转交他人。

最后，评论一下某房地产专家的言论：“可以说，看到这次汶川地震中大量的住房倒塌，看到不少地方的住房都被夷为平地，这不仅打破我们社会以前住房投资价值永远上升的神话，也会让整个房地产投资者重新来评估住房投资价值。”笔者以为，这个说法比较具有迷惑性。无论从经济学还是从常理来看，都比较缺乏可靠的逻辑。反问一个问题，大家就明白了：既然人人都知道钱这东西是生不带来死不带去，是不是从此就不再辛苦地挣钱了？

期待房价下跌是善良的愿望，是忧国忧民的思想，值得赞许。从民生的角度，没有人不希望过高的房价继续下跌。但是，这不是主观愿望的问题，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是市场的问题。再说，究竟下降到什么程度合理？不疯涨是不是调控胜利？等等。不得不承认，房地产行业是一个资本、劳动和技术都比较密集的特殊行业，甚至被视为是准金融行业，注定要在特殊历史进程长期发挥支柱性作用，解决着社会面貌、城市形象、商务环境和民众一生最大的大宗消费问题，其产业链条和生产要素与政府、银行、股市、建材、土地、劳动力、消费资本和投资资本等密切关联，只要综合分析这些决定行业兴衰的要素，就可以得出房地产行业暴利时代目前很难结束的结论。因此，这些年房价的汹涌上涨不能简单地归结为房地产业的“黑心操纵”，而是多种因素共同作用的结果，其中有需求并且需求跟得上是最大的决定因素。目前虽然买卖双方出现了对峙格局，但是，购买力呈加速上涨的趋势，时代也不同了，人们可以借贷购房，这在过去都是不可想象的。如果经济增长能够持续，收入增长就可以期待，那么房价的泡沫就可以被时间和经济增长所消化，观望过后的结果也就不言而喻。当前来看，房地产商有权拒绝高价土地，消费者也有权延缓买房，价格出现一定的回落也是正常的，但是，出现大幅度地持续回落是不现实的。

不要期待房地产公司都濒临倒闭再出手，那是不太可能出现的，龙头公司更加不可能，反而，他们可能会在一定时候通过收拾小开发企业的残局而从调整中得利。尤其是，在我国遭受如此大地震而面临的艰巨重建时刻，怎么可能期待国家会进一步打击房地产行业呢？

不要等到一切朦胧的忧患因素都明朗之后再买入，那或许将失去最好的价格。正如八九个月前，人们很难想象炙手可热的房地产公司会有如此大幅度地下跌一样。如今媒体对房地产行业以及部分典型公司的忧虑、挑剔甚至责难，正是造就市场机遇的时刻。

在我国，房地产市场类似股市的政策市，政策的取向和变化起着不可忽视的作用。笔者只能说，从全局和持续发展的角度看，目前并不具备继续打压房地产行业的环境和条件，但是谁也无法排除决策层继续打压的可能。房地产危机就是包括银行、股市和券商在内的金融危机，结果必然导致全面的经济危机，所以最坏的结果不可想象。希望大家综合权衡后首重稳定和增长，避免危机深化和大起大落。

所以，对于目前房地产行业走向的态度以及投资决策的选择，实际上几乎成为投资人对政府决策英明与否的态度表决。如果一切理性运行，如果政策英明的话，我们就可以拭目以待——也许仅仅几个月后，那些在近期还继

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续卖出房地产股票的人，将成为从此"无颜面对江东父老"的最大输家①！

（2008－05－23）

当股市遭遇突发灾难的大考

2008 年初的南方暴雪灾害期间，一篇文章引起了笔者的注意。清晰地记得，文章说：冬季暴雪导致南方夏季洪涝灾害的可能性很大。原因是，2008 年的温湿多水气候很可能维持到夏季，而经过本次暴雪，南方土地已经深度湿透，即使南方雨量不超常年，也容易造成地表水泛滥成灾。

笔者不懂得气象学。但是，觉得以上的说法很有道理，因此在 2008 年诸多忧患之中，又添一忧。至于后来有人告诉我说什么南方气候演变与三峡大坝有直接关系。笔者半信半疑，也无力考证。与此同时，对南方水灾更多了一分警惕。及至后来，甚至有个朋友竟然神秘地说起什么"南龙衰"和"北龙兴"的玄学，笔者倒觉得确实不怎么靠谱儿。不过，出于好奇，也在网上搜罗了一些关于"中国龙脉"的风水文章。看过以后，也没有留下多少深刻的印象。毕竟，咱们是要讲科学的。

四川大地震的突然发生，让笔者的神经一下子绷得更加紧张了。笔者因此多次在跟同事的非正式交流中不无忧虑地说起：6～8 月份，南方的水患不得不防！届时恐怕才真叫"大考"呢！有些人不以为然，认为南方几乎年年都有局部洪水泛滥。但是，我觉得不同以往。——到目前为止，已经"举全国之力"打了三四场硬仗，这已经是很不容易的事情了；若在奥运前的关键时期，在南方暴雪、西藏暴乱、境外（火炬）围堵、汶川大地震等诸多事件后，再来个超乎寻常的南方水灾，那形势就相当严峻了！

在 4 月就预感 2008 年我国经济困境和社会矛盾较多，以致竟不禁忧心股市有可能假熊变真熊——在那篇文章中提到诸如"考验"和"多事之秋"之类词汇，但那多是经济和社会层面的形容，不曾想，自然灾害也如此接踵而至！不得不在警惕之余，由衷感叹"天考中华"。

---

① 长线策略是正确的，但此次对房地产股的底部还是言之过早了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看到 CCTV－2 关于水灾的报道后，觉得目前其他媒体对其报道和关注不够。关于南方水灾，笔者以前所谈也不多，一则外行，没有什么真凭实据，另外，也恐有“杞人忧天”的嫌疑。

在此，希望大家继续关注南方水情，不要一味想着“抄底”。也和大家一样，希望并祈祷“天佑中华”。

还要说一些关于近期股市的话。诸多省份的水患，继续造成巨大的直接经济损失，对交通运输、物资供应和生产生活造成的不利影响不容低估，而且不排除持续扩大的可能，这至少使得南方诸省的主力们无心恋战股市。加之，南方外向型劳动密集企业较多，也是本轮经济中的“重灾区”，他们的悲观情绪一定相对较高。因此，半年内灾害不断的南方经济和社会情况，值得有关部门深度考证并体现在有关决策中。

主观上谁都不愿意看到经济和市场的不利变化，但是，我们需要尊重现实。很佩服石化双雄最近的做多主力，在这样的时节，他们的市场表现更像是义勇军！尽管他们确实起到了暂时稳定市场的作用，值得嘉奖，但我还是要说：值此外忧内困之时，笔者不觉得奥运之前会有成品油改革的重大举措出台，因此，石化双雄的多头行情恐难持续，投资者需要格外谨慎。

如果还要为喜欢“前瞻性”的朋友说点什么的话，那就是：目前看，乱象丛生，时局多忧，这对任何国家来说，都是个值得高度警惕的时刻。具体到我国，我们没有理由过度悲观，却也没有理由过度乐观——例如房地产市场目前的岌岌可危以及资本市场正在酝酿的各类溯本清源的革新。未来需要更加审慎处理一系列内外夹击的不利因素，并对其产生的量的积累给予全面评估，同时，要高度警惕和防范可能在某些问题上处理不当产生潜在的质变。尤其是，民众的承受力有极限，民众信心需要稳定！

（2008－06－16）

能源价格调整及其影响

2008 年 6 月 19 日，国家发展和改革委员会宣布，自 6 月 20 日起将汽油、柴油价格每吨提高 1000 元，航空煤油价格每吨提高 1500 元；自 7 月 1 日起，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将全国销售电价平均每千瓦时提高2.5分钱。液化气、天然气价格不作调整。

关于这一政策的出台，笔者有以下看法：

1. 本次调整是大势所趋，是市场普遍的预期，更是中国石油石化系统的长久期待和市场打拼的结果。多数人预计国家将不得不上调这一价格，原因有三：①中国偏低的能源价格是在补贴全球，这是个很可怕的事情；②目前国内的生产供应环节已经开始出现问题，在奥运前后，各界都不愿意看到中国出现油荒和电荒；③过低的能源价格实际上已经形成了巨大的“价格堰塞湖”，导致投资成本预期的混乱，直接影响了经济前景预期。

2. 为什么在这一时刻去调整价格呢？上调能源价格是迟早的事情，但是为什么不是等待世界原油价格回落后再行调整了呢？通货膨胀及其恶果不再是政府的心腹大患了吗？从以上方面看，改革时机又出乎多数人的预料！分析起来，在这个时机出台的原因可能有三点：①中美战略对话中，双方高官就原油和世界金融动荡的根源进行了充分交流，有可能国内决策者摸到了世界原油市场持续做多的底牌——可以概括为：“以中国为代表的新兴国家长期实施不合理的低价能源政策必然导致其能源消耗高速增长，而这些国家由于担心通货膨胀和社会稳定，很难做出必然压抑需求增长的价格调整决策！”②股市持续暴跌，原油及电力价格调整兼有救市功效，可谓一石二鸟；③应对垄断性能源企业以商业规则为借口与政府做出的即将超越道德和规则底线的博弈。

3. 本次调整的意义和影响。分以下几个方面来分析。

（1）改革的取向是值得肯定的，代表我国政府已经决定：以市场化的改革取向，积极、坚决、正面地应对国际金融市场一手导演的价格危机的挑战！实际上，在国际原油突破每桶50美元以上的时候，国内就有不少专家呼吁国内成品油价格市场化，但是，仍然是出于通胀和经济增长的考虑，这一改革被延后。从此后的情况看，错过了最佳时机。另一方面，世界原油价格看到了中国的“底牌”，所以出现了如脱缰野马一样的能源价格危机，摆出了一副不给中国机会的嘴脸。实际上，这一危机给全球经济和社会稳定都带来了严峻挑战，而中国的情况最为突出，对之策显然也举足重轻。目前，在通货膨胀前景仍然比较悲观的情形下，国家敢于大幅度上调能源价格，表明了中国政府坚定无比的决心和信心。世界原油期货价格应声回落，就是一个最好的注解！这是一个大快人心的举措，得世界民心，长中国威风！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）本次能源价格调整以及今后与国际能源市场的价格战，将是一场异常艰苦的战斗，结局可能是“杀敌一万，自损八千”。①基础能源价格的特殊性决定了我国国内通货膨胀自此不可避免地开始进入令人担忧恶性趋势，多数企业的赢利能力将逐步下降，生产、投资领域的成本将出现连锁性上涨，传导作用之下，下游企业或者涨价应对或者逐步倒闭，二者对经济和社会的影响都十分严重。②泛滥的美元造成的国际流动性泛滥没有终结之势，没有美国强势美元政策的回归配合、没有美国负责任地回收过剩美元的举措，国际资本的汹涌反扑可能导致原油价格暂时回落后继续反扑。③国内货币政策将不可避免地持续从紧，对金融和资产价格形成长期的压力。

（3）本次上调成品油价格仅仅是我国“价格堰塞湖”泄洪的开端，目前内地成品油价格还不到香港的一半（注：税费因素不同）。而粮食价格也与国际存在较大价差（国内大米价格仅约为国外的1/4），甚至导致了国内铤而走险的粮食走私现象。种粮补贴按土地面积计算而不是按商品粮量计算，也无法确保种粮积极性的提升。而能源价格的上调，在一定意义上将延缓粮食价格与市场接轨的进程，这就可能导致更为严重的后果，至少，粮价偏低的局面难以长期维持，通货膨胀的压力和预期难以乐观。一贯紧缩的货币政策走向可想而知。那么，面临劳动力价格看涨压力的企业，在资金方面恐将再遇难题。房地产企业不出问题还好，一出问题就牵连甚众，也许当民众看到房价真正大幅回落时，他们发现自己并没有轻松，很多普通人或许因为收入预期降低而已无心购房了。

可见，目前能源价格改革并不能消除宏观经济的悲观预期，只要国际商品牛市不终结，2009年也许我国经济形势会更加困难——真实的外贸顺差或许会逐步减少甚至消失，政府财政将受到巨大补贴的挑战。至于本次能源涨价对股市的影响，短期看，利多成分较大。但从中长期看，总体偏空，最直接的原因是企业成本增加，需求放缓，赢利增长将受到影响。如此宏观趋势和企业赢利预期，很难支持股市走出反转型行情。喜忧参半的能源改革政策如果能够彻底终结我国股市的熊市，那么就说明其他深度问题将得以逃避，这是不合逻辑的。况且，面临通胀炙烤的中国经济此时以上调能源价格被迫应战，注定是一场艰苦卓绝的金融和经济战争！最终是要拼国力、拼消耗、拼时间、拼稳定的！所以，投资一定要有长远战略！目前，建议投资者依然要慎重对待市场的反复。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，不能单纯从投资的眼光看股市。就目前政府对金融稳定的重视程度来看，市场的空头已经受到了比较大的震撼，如有进一步的政策支持——市场内部改革举措是根本，那么，中级反弹上演的可能性在增大，概率超过90%。尤其是，经过中美战略对话，中国高层可能已经在消除股市危机方面达成共识，奥运前进一步深跌是不现实了。暴跌的股市和亏损累累的投资者，与奥运需要的气氛是严重不协调的。①

（2008-06-20）



经济放缓中的投资新亮点②

针对目前有部分大规模资本对能源和矿产进行投资的情况，笔者在《经济参考报》当日的采访中说：能源矿产价格短期泡沫明显，很可能已经是牛市的尾声，投资能源矿产产业是一种误区。而房地产市场，各地情况差异较大，像深圳、上海、北京这些房价已经炒得很高的城市，大规模资本应该予以回避。

下半年，我国经济增速进一步放缓已成为各方面的共识。但是，“上帝在关上一扇窗的同时又会开启另一扇窗”，经济发展总是机遇与挑战并存，因此探讨当前形势下的投资机会，可能会对相关企业有所启发。

同时，笔者认为：美元以及A股显露投资价值。受美元汇率疲软、全球制造成本增加、国内通胀高企等的影响，目前大规模资本投资风险普遍较大。但由于美元及其衍生产品和中国A股市场已经处于价值中枢以下，通过有效地战略观察和时机把握，具有一定的投资潜力。

尽管由于美元近一段时间的持续疲软，使其自身信用受到普遍质疑，甚至有美国经济面临巨大困难的说法。但美元作为世界范围内的最大货币，其战略走强又是毋庸置疑的，所以，对于大规模资本投资，适当关注美元以及美元汇率是十分必要的。因为美元的起伏与美国经济有着极其紧密的联系，

---

① 对“奥运行情”的期待是一个显然的失误。

② 根据《经济参考报》采访整理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以投资美元，特别是境外的一些像美元指数、美元汇率这样的美元杠杆衍生产品，可以说是一种风险相对较低的稳妥投资渠道。但做多美元，同时还需要对时机的准确把握。

对于国内A股市场，个人认为，我国经济基础良好，产业结构平衡，且具有极大的内在市场，在国际经济动荡之时，完全有能力实现内部自我循环，走长期可持续发展道路。而国内A股市场，从中长期而言，可以说已经离长期底部不远。虽然2500点附近是否是底还很难说，但像汽车、钢铁等板块的严重低估，使其显露出了绝对的投资价值，大规模资本完全可以在适当的时机投入A股市场。

而对于国内沸沸扬扬的房地产市场，考虑到目前房地产商资金链紧张，国家对地产宏观调控力度加大，商品房购买量的差强人意，中国房价有偏高的倾向，特别是对于北京、上海等地，房地产市场目前的价格很可能不是长期底部。

针对目前有部分大规模资本对能源和矿产进行投资的情况，能源矿产价格短期泡沫明显，很可能已经是牛市的尾声，投资能源矿产产业是一种误区。

享受国家多项优惠政策的高科技企业，作为一种朝阳、精英产业，无论在一级市场还是二级市场，都具有很强的投资价值。

（2008－08－15）

信托PE有望再度走俏

近年来，被人称为“资本魔术师”的PE投资——私人股权投资，在我国方兴未艾。随着PE投资的不断发展，中国PE的资金募集和退出机制问题，也一直受到业界的广泛关注。其中，退出渠道极不完善是主要问题——大约2/3的项目只能通过企业IPO作为退出渠道。就资金募集及组织方面而言，私人股权投资者多采用信托制（契约制）、公司制和有限合伙制，其中，信托制PE发展较快，但也存在一些值得探讨的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（一）信托 PE

信托 PE，是指由信托公司集合一批信托投资客户的资金，形成基金（信托计划），而后直接或者委托其他机构进行 PE 投资。其优点是能够通过信托渠道集中筹集社会资金并合理利用专业投资手段扩大 PE 投资额度，为有条件的个人投资者进入 PE 投资领域提供了一条高效通道。

信托 PE 具有其比较优势，例如无须注册专门的有限合伙企业或者投资公司，从而免除大量独占性不动产、动产和人员投入，交易及运营成本极为低廉；又例如，信托 PE 中，投资者、信托公司和投资顾问公司是休戚相关的利益三角，委托人、受托人和托管人三者分离的制度安排，可以提高资金安全性，有效防范受托人道德风险；此外，信托 PE 可避免公司型面临的双重征税问题。

信托 PE 收益的主要来源包括：所投资股权的买卖差价、所投资股权的红利、新股、一二级市场的买卖差价、货币基金收益、银行存款利息及其他收入——在信托计划资金闲置期间，可通过新股申购、货币基金、银行存款等方式获取低风险、稳定的投资收益。

PE 信托产品最富投资效率的模式是集中投资 Pre－IPO 公司，其被普遍认为是周期短、成本低、收益高的掘金品种。如中信信托在 2007 年 4 月成立的“中信锦绣一号股权投资基金信托计划”，主要投向金融机构股权，运作一年后收益率高达 73.4%。该信托 2008 年 5 月曾向投资者分红 4.01 亿元，即使只算分红收益，投资收益率也高达 40%。不过，因为有中信证券和中信集团的优势和支持，这也许是个特例。

根据 Wind 数据，2002 年 7 月 18 日，爱建信托发行的“上海外环隧道项目信托”——预计收益率为 5%，应该算是开创了信托产品理财的先河。2007 年 4 月，湖南信托与深圳达晨创投合作推出的“创业投资一号集合资金信托产品”作为国内第一只股权投资信托产品受到市场认可。此后深国投、中信信托、新华信托等相继与创投机构合作设立了信托 PE 产品。2007 年、2008 年发行的股权投资信托类产品的数量分别为 27 只、43 只，而记录在案的这类产品共计 84 只。

（二）法律规范

2008 年 6 月，银监会发布《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（以下简称《指引》），信托公司开展私人股权投资信托（PE）业务有了规范文件。信托公司 PE 业务，有望为信托公司带来新的利润增长点。不过，信托投资公司也需要满足一些条件，例如：固有资产状况和流动性良好；负责股权投资信托的人员达到5 人以上，其中至少3 名具备2 年以上股权投资或相关业务经验等。

根据《指引》，信托公司可通过发行信托计划募集资金投资于未上市企业股权、上市公司限售流通股或者银监会批准的其他股权类信托产品中。《指引》规定，信托公司应当以自己的名义，按照信托文件约定亲自行使信托计划项下被投资企业的相关股东权利，不受委托人、受益人干预。私人股权信托的退出方式包括股权上市、协议转让、被投资企业回购、股权分配等，通过股权上市方式退出的，应符合相关监管部门的有关规定。

《指引》规定，信托公司以固有资金参与设立私人股权投资信托的，所占份额不得超过该信托计划财产的 20%，用于设立私人股权投资信托的固有资金不得超过信托公司净资产的 20%。在信托存续期间信托公司既不能转让这部分受益权，也不能以该受益权为标的进行融资。

私人股权投资信托计划设立后，信托公司应亲自处理信托事务，独立自主进行投资决策和风险控制。信托文件事先有约定的，信托公司可以聘请第三方提供投资顾问服务，但投资顾问不得代为实施投资决策。信托公司应对投资顾问的管理团队基本情况和过往业绩等开展尽职调查，并在信托文件中载明。《指引》明确规定投资顾问应满足以下条件：持有不低于该信托计划 10% 的信托单位；实收资本不低于 3000 万元；有固定的营业场所和与业务相适应的软硬件设施；有健全的内部管理制度和投资立项、尽职调查及决策流程；主要团队成员从业经验不少于 3 年、业绩记录良好等。

（三）实操要素及存在的主要问题

1. 实操要素

（1）发行份额与募集对象

单个信托计划的自然人一般在 50～100 人以内；投资信托 PE 产品的多是 40 岁以上的高端投资者，集中于资金雄厚、理财要求较强、有一定财经知识的人群。

（2）产品单位与期限

一般每份信托产品都在 100 万元以上 500 万元以下。不过，湖南信托 PE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产品的门槛曾经降低到10万元。封闭期3~6年的居多，也有10年期的。2008年发行的43只PE产品的平均存续期为3年多，只有3月份发行的“苏信理财·瑞城2007信托”产品的存续期为10年。

（3）收费与分成

《指引》第二十条规定，信托公司管理PE信托，可收取管理费和业绩报酬，此外不得收取任何其他费用，并且规定，业绩报酬仅在信托计划终止且实现赢利时提取。

管理费一般为当期资金的2%~2.5%，其中投资顾问1%~1.5%、信托公司1%~1.5%。利润提成一般为收益的20%，其中信托公司和投资顾问按照各自的作用和责任按照比例分享。而投资者主要收益来自于5年后的投资利润分成。

2. 主要问题

受到近年PE投资不断升温的影响，信托投资公司的信托PE从无到有，从少到多。《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》的出台，是信托投资公司期盼已久的，应该说，代表了主管机关对信托PE的肯定和支持。

然而，证监会对信托公司开展PE业务却始终持排斥态度。原因在于，证监会在审核企业上市资料中，一直对其真实股东关系关注有加。而由于缺乏有效登记等制度，信托公司作为IPO企业上市发起人股东无法确认其代持关系。这就无法确认或者有效防止关联交易以及利益输送。因此，目前证监会对有信托公司作为发起人的企业上市申请，暂时不予审批。对于拟上市企业中有信托公司作为发起人股东的情况，未来证监会是否放行就成为信托PE发展的命门。最典型的是中国太保，其上市前不得不转让了全部信托公司发起人股份才得以通过审核。自此以后，凡信托公司持有IPO企业股权的，企业上市前必须对信托公司所持有的股权进行清理，这样实际上意味着绝大多数信托PE业务有进无退，成为目前信托PE业务的最大瓶颈。

对于如何走出困境，业内主要有三种意见。第一种意见，希望证监会取消对信托公司作为发起人的歧视性限制。该意见认为，信托投资公司的投资是独立进行的，与信托人不是代为持有的关系，证监会不应该追究其持有人层面的问题，也不应该实施审核限制；另外，以券商为主体开展的PE投资，在企业上市前后，又如何有效防止关联交易和利益输送呢？第二种意见，以湖南信托为代表，信托PE可以委托投资顾问持股，从而规避证监会关于上市方面的政策障碍。第三种意见，以深国投为代表，认为未来应成立有限合伙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人公司，将来以合伙人公司的身份入股投资企业。

实际上，2008 年下半年以来，因为受到股市低迷因素影响，发行节奏放慢，信托 PE 行业也有所降温。其中，证监会通过窗口指导，拒绝信托公司的信托产品直接参与拟上市公司 IPO 过程，也是一个重要原因。此外，之前的狂热，使得做 PE 的资金和人员太过泛滥，暂时的降温对今后的健康发展应该是有好处的。

信托 PE 展望：

2009 年创业板将对 PE 投资的持续活跃带来实质性影响。为此，信托 PE 也有望再度进入繁荣期，作为连接社会个人与 PE 投资的最佳通道，其发展空间应该是比较广阔的。作为最适合充当信托 PE 顾问角色的券商，券商与信托合作模式有望盛行，二者将因此一同获得新的利润增长点。

（2009－06－05）

资产市场或需短期休整①

通胀与通缩的争论日渐升级，这充分显示了当前世界经济的复杂性。

比较两类观点，发现分歧主要是着眼点的不同，当然也反映了论者各自对当前危机的不同看法。通缩的观点更偏于阐述中短期形势，而通胀论者则更侧重于中长期预测。通缩论者偏于悲观，认为经济形势依然十分严峻，物价也有继续下滑的风险，当务之急是各国政府继续加大经济救助、经济刺激和产业振兴，防止危机的进一步蔓延。通胀论者则更多认为，经济低谷已经出现或即将出现，物价指数低迷的主要原因是上年的基数过高，加之总需求的暂时疲软，不过他们认为最困难的时候已然过去或即将过去，目前主要的问题是防止美元为首的定量宽松以及政府投资主导下的流动性泛滥，避免未来走向恶性通胀。

笔者倾向于认为，通缩只是目前的表面现象，是暂时的。随着金融趋于

---

① 2009 年 6 月 12 日起，美国原油期货价格从每桶 75 美元连续走低，至 7 月 10 日跌破每桶 60 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

稳定和经济逐渐复苏，政府和投资者都应更多关注未来的通胀。原因很简单，在错综复杂的形势面前，我们都需要前瞻性。过往的历史也要求我们具有起码的前瞻性，而不是总被眼前的事物所迷惑。

对政府来说，本来不应该对经济和市场干预过多。即便危机使然，但至今政府的救助手段和力度已经足够多，需要警惕事物的反面作用以及后遗症了。尤其是因此产生的全球流动性，已经成为未来不容回避的深度隐患。对于危机的进程和复苏的节奏，政府当前最需要的是耐心和引导，而不应是一味地资金投入——这反倒会产生负面的意义。在一定意义上，政府需要尊重市场，现在让它自然复苏，便于它未来的自然运行。

对投资者来说，盯住未来的通胀预期则无疑会更加现实和实惠——半年多来的资产市场让乐观的投资者以及通胀预期者收获颇丰，相反，悲观论者及其信徒错过了大好时机。虽说通胀与通缩的争论难分对错，但是，大家已经看到，作为投资者和市场中人，信仰对错之结果却是实实在在的。

中国股市步步为营地上涨，至今已经表现出底部翻番的实力，这没有什么好奇怪的。早在 2008 年 11 月，笔者就预测 2009 年春季中国资产市场将进入罕见的繁荣周期。中国的房地产市场也出现显著复苏，有些地区的房价已经接近历史高点，许多房地产商已经再度出手拿地，甚至出现新的“地王”。世界原油从每桶 40 美元涨到 70 美元以上；黄金更是重回 1000 美元高位并令不少投资者相信其具有再创新高的潜力；世界有色金属及其他大宗商品纷纷连续反弹；半年来各国股市也陆续反弹，涨幅可观。

应该承认，这一轮资产价格的上涨，是包括政府在内的社会各界所愿意看到的，它有助于经济走出深度过冷，有助于市场信心的恢复和未来的经济回升。但也有不少人因为金融市场和资产市场的快速回暖而困惑不解，找出各种各样的理由不断指责和诅咒。不过，市场就是市场，不以个人意志为转移。尽管经历了金融危机，但是市场的惯性还在，金身不坏的世界金融理念余威还在，加之流动性提供史无前例的资本温床以及通胀预期的强烈刺激，资产市场不可能保持风平浪静。而且，按照以往规律来看，提前 3 个月到半年反映实体经济也是正常的。

然而，也应该看到，经过半年多的资产市场价格上涨，一些不和谐的因素和问题开始出现，例如，部分收获颇丰的投资者开始出现忽视风险的盲目热情。在这里不得不提醒一下：不要忘记，半年来的资产价格上涨，先是对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过低价格的修正，然后是流动性和通胀预期的推动。不过，在整个上涨过程中，经济基本面一直处于低谷，资本市场已经超前于经济复苏3个月到半年了，即便今后出现更多的经济复苏信号，也要警惕最初预期兑现后的获利盘涌出。

资产价格的连续上涨，也会带来新的矛盾，成为市场行情持续的隐忧。例如，70美元以上的原油价格已经威胁到美国本已非常紧张的家庭消费（被迫加大储蓄和信用卡违约率在上升）和总体的经济复苏，在经济没有明确转好迹象的前提下，原油的继续上涨会加快通胀来临的步伐，这是各国政府都不愿意见到的。假使原油价格继续上涨，全球的声讨或许会接踵而至。在80美元附近，不排除不可预料因素的暗中干预和打压。

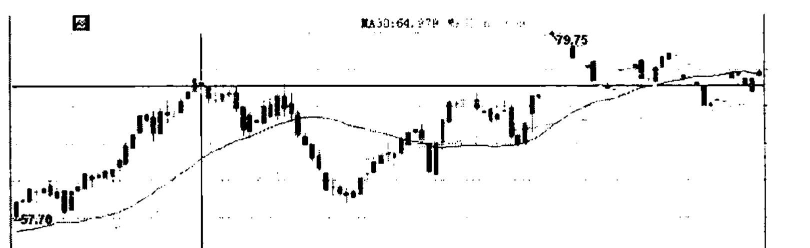


图4－1　2009年6月初原油期货价格短暂回落

资料来源：中国金融投资行情系统 方正证券

资产市场的投资者不可忽视的另一个重要问题是美元的走势。以下几个事实和理由表明大家有必要反思美元中长期走弱的预期是否过头。

1. 盖特纳访华时对中国美元资产的安全性给予了公开承诺。虽然很多人已经不再信任美国并且开始怀疑其维持美元稳定的能力，但笔者个人觉得，世界两个最主要国家在最敏感时期达成的战略承诺，是不容轻视的，更不应视同儿戏。

2. 美国的投资银行和商业银行已开始准备和筹划归还美联储的救助资金，这实际可视为回收流动性的开始，至少说明“美国滥印钞票”的问题可能会缓解，不再是一个很严重的事情。——在国家利益和现实主义至上的美国，相信其印钞以救助危机的举措是无奈之举。应该说，美元的地位和美国的声誉才是更高层次的美国利益，一旦经济上有了回旋余地，美国不会再去主动糟蹋自己已被广泛关注和质疑的金融信用。奥巴马政府的伊拉克撤军计划，以及与伊朗、古巴、委内瑞拉、朝鲜等国的关系改善或缓和，能充分说明当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

今美国的低调、务实和或许出于自我拯救的责任感。这有助于人们对于美国多一些偏好的期待，例如其将致力于维持美元的基本稳定。

3. 越来越多的迹象表明，美国经济可能于年底前见底。这又是美元的一个积极信号。

4. 美国已接近零利率，加息虽非近期即可实施的利好举措，但是市场不会忽视年底前后加息的可能，这对美元走势会形成重要支撑。

5. 美元对欧元和英镑等已大幅贬值，然迄今为止，全世界的投资者不得不承认，美元的结算和储备地位是没有任何货币可以替代的，其进一步大幅走弱似乎不太现实。综上所述，个人觉得对于美元弱势和流动性泛滥的程度，市场可能需要调整原有的悲观预期，避免过度偏离事实。

不再强烈看空美元的认识，不支持资产市场能够继续大幅上涨的看法。也许，上涨过快过猛的世界资产市场，或许正在酝酿一场中级的理性回调。资源价格过速上涨的调整，又会对能源、金属矿产等公司造成冲击，进而波及股市，而澳大利亚和俄罗斯等矿产资源收入依赖较高的国家，其股市乃至外汇市场，更加值得警惕。

部分股票和房地产价格过高，也需要警惕。就中国股市来说，非基金重仓的中小盘股和基金重仓大蓝筹，都已纷纷登场做了精彩表演，尽管部分板块还在蛰伏或处于低估状态，但完全可以留待下一个轮回再继续上涨。没有了“5·30”的干预和暴跌，投资者应该知足感恩才对，不可过于留恋。即便长期牛市可期，一个中期的回调也是必要的。加之新股发行的恢复会带来一些意外冲击，实际上盘中的做多力量已经十分谨慎。只要是市场自发的技术调整，暴跌和普跌的可能性不大，真正有潜力的板块和个股完全可能各走各路，这是比较理想的状况。

假设世界主要资产市场都以宏观经济为基准，则以股市为代表的资产市场，下降空间都不应太大。

再来看一下我国的房地产业。市场回暖以及房地产企业贷款增加，结束了买卖双方的长期对峙，卖方得以全胜。从房地产企业资本金比例下调等政策来看，推测政府的意图是帮助房地产企业度过危机，以避免乱上添乱。但是房价回升如此之快、之多，已引发社会不满和政府的尴尬。在这样的背景下，政府开始摸底调查房地产的开发建设成本，预计这会对房地产价格形成一定的压力。

在农产品方面，收储政策使得政府已经成为农产品市场的最大“庄家”，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

农产品价格走高冲动受到国家“抛储”的显著压制。不过预计这样的局面难以改变市场的长期趋势。个人以为，政府最好不要再过多干预了，市场能够自行恢复。假若本次政府再次“抄底”猪肉市场，未来的局面会变得很难看。天下没有完美的事情，走到前台的政府将会面临越来越多的矛盾。“农夫与蛇”的故事值得再度玩味。经过此轮危机，“政府们”已经堂而皇之地走到了经济生活的最前台，有些政府已成为最大的资源主体和市场主体，中国商品及市场主导权也进一步集中到了政府手中。这在危机之中显然有利于尽快恢复稳定，但是后期呢？还需要严肃思考。

（2009－06－12）

让别人去盯 CPI，我们应该紧盯资产

近年来，似乎全民都在讨论 CPI，不少投资者也颇为关注。CPI 真的那么重要吗？笔者的看法是，投资者未来更应该紧盯资产市场及其价格。原因如下：

1. 当今商品市场对全球经济的实质主导作用日渐突出：“大宗＋上游＋金融”的独特属性，决定了当“资产膨胀”传导到“通货膨胀”，宏观政策才开始滞后性紧缩，及至通胀晚期，货币政策的高度紧缩和流动性回收往往是不合时宜的，因为此刻经济已即将触顶。

紧盯严重滞后的 CPI 难免导致宏调失误。例如 2007 年的超紧缩以及当前的超宽松、超积极。

2. 务必重视资产（本）市场的先行性和先导性，股市、地产和 CRB 指数已经引起决策者和投资界的更多重视。

3. 从“一步到位的崩盘推倒”到“势在必然地卷土重来”：本轮经济危机在 2008 年底已将除黄金以外的所有商品的牛市铅华统统洗尽，然其后的流动性和需求复苏注定了资产和商品市场很快将故伎重演。曾经的深度过冷促使资产价格在 2009 年上半年快速反弹，其实是下一轮牛市的第一冲击波。

4. 我国资产膨胀的可持续性：长线看，中国为代表的新兴国家的工业化和城市化进程远未结束。根据国家规划，预计到 2040～2050 年我国将完成工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业化且人口达到饱和，在此之前人口与资源的矛盾比较突出。

5. 标志品种：原油从每桶147美元到38美元，再从每桶40美元以下到70美元以上，虽然短线遭受美元反弹的压制，但长线看已然再踏牛途，其他矿业产品有望亦步亦趋。这些商品和资产的波动幅度，远比CPI来得提前而直接。

（2009－07－01）

黄金回归强势　莫端金碗要饭

美元终于一头栽下来了，创了一年来的新低。黄金期货价格再度站上1000美元/盎司，应该说，这将是个惊人的历史时刻。

前几天黄金的两根大阳，毕竟没有走出最后的压力线，不过现在，应该是确认突破吧。

对那些矢志不渝看好黄金并大量囤积黄金现货以及期货多仓的人，终于熬出了“山重水复疑无路”的艰苦岁月，接下来的，应该就是“柳暗花明又一村”的豁然开朗了，值得祝贺！

也许还会有反复，但是，已经算是胜利了，而且，应该还很有空间。

不仅仅黄金有空间，其他大宗商品也会迎头赶上来。

黄金价格的突破，是经济危机的结果，是超额流动性的产物。过去我们怀着谨慎的心情反复地探讨这个话题，那只是信念和猜测，而现在，市场正在把它变成事实，而且变成了少数智者的财富。

黄金的价格够高了，高到“高处不胜寒”。这么漫长的高位蛰伏后，黄金再度崛起，这或许就是经济规律的作用。尽管如此，仍有必要小心谨慎。黄金如果持续走强，你还怀疑通货膨胀吗？还是那句话，一切才刚刚开始。

回顾这几年的股市，黄金股无疑是这些年涨幅最大的板块之一，每一次的上涨都是惊心动魄的王者，让所有其他种类的股票都黯然失色。

这几天，黄金股再次发出了迷人的光芒，山东黄金在弱市的5个交易日中潇洒地上涨了20元/股。豫光金铅等有色金属股票也涨幅可观。

9月4日写过《重整旗鼓奔四千》，显然有那么点儿过于乐观和直白的成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分。笔者承认，是对黄金的信心使然。今日上证指数受压于布林线中轨一度低迷，果然是黄金股发力带动了市势回升，看来后市走向与黄金股密切相关。

不买黄金股，实在有那么点“端着金饭碗要饭吃”的感觉。

（2009－09－08）

QDII：投资组合的调味品①

尽管世界经济形势仍存在不确定性，但国内基金的海外投资热情不减。2009年又有广发、中银和泰达荷银基金获得了QDII资格。截至目前，我国60家基金公司中获得QDII资格的公司已经达到29家。

2006年11月，我国首只QDII外币基金华安国际配置成立。该基金以美元认购，最低认购额为5000美元，投资周期5年，为半开放式债券型基金。2007年9月12日，国内第一只股票型QDII南方全球基金成立，当天认购491亿元人民币。

目前获得QDII资格的29家公司中有18家为合资公司，只有11家为内资公司。已发行基金QDII产品并投人运作的有9只，2008年成立的海富通海外和交银环球成为目前运作最成功的QDII，两只基金成立以来的最高收益率分别达到40.80%和23.30%。

国内基金投资A股，QDII基金投资A股以外的全球市场。每只QDII基金由于设计不同，其投资标的、风险程度和管理运作情况各有不同。

根据已发行9只QDII基金的资产配置情况，投资策略大致分为两类：一类是将资产分别配置在全球和中国香港组合；另一类是重点投资于中国香港地区的内地公司。从投资区域来看，中国香港市场依旧是QDII基金的主要配置目标，美国是第二大目标市场，澳大利亚、韩国分列第三和第四目标国。从行业配置来看，金融、能源、电信仍为QDII基金的前三大重仓行业。

据天相统计，受益于海外及香港市场3月中旬以来的持续反弹，9只QDII基金净值连续飙涨，净值连续3个月涨幅均超10%，5月单月平均上涨

① 本文发表于《大众理财顾问》2009年第九期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11.41%。而国内A股偏股基金4月和5月份收益率分别为4.40%和4.05%。Wind统计数据还显示，在5月份所有股票型基金的业绩排名中，前10名中有7只均为QDII基金，终于告别3年来QDII投资业绩不佳的困境。

虽然6月中旬海外股市的短期回调导致QDII基金净值全部下跌，但经过一个月的调整，海外股市及港股强势反弹，7月份QDII净值增长率再度全线飘红，平均上涨8.14%。华安兴业海外虽然涨幅仅为6.95%，却是继海富通海外和交银环球之后，第三只净值在面值以上的QDII基金。Wind数据统计显示，7月20~26日单周QDII基金平均净值增长5.9%，领先于A股基金2.79%的收益率，重新成为领跑者。其中海富通海外大幅上涨8.4%，净值增长率居涨幅榜首。

业绩是投资者选择基金的主要指标。虽然目前QDII基金成绩喜人，甚至成为各类基金的领跑者，但QDII基金的业绩分化比较明显，净值差距仍较大，甚至下半年有可能加剧。渣打银行的两只QDII收益便相差了近80%，一只与黄金指数挂钩的产品累计收益超过了30%而位居收益涨幅榜首位，而另一只与原油指数挂钩的产品则因大宗商品和原油价格下跌，累计亏损达50.44%。

个人认为，中短期内投资者不应过度追逐QDII，近年仍应以国内市场为主。具体原因主要有如下几点。

1. 未来国内经济潜力大、投资机会较多

虽然当前国内资本市场还不是很成熟，但近几年也取得了长足的进步，随着创业板和股指期货的推出，会拥有更多投资选择。4万亿元投资拉动，一系列的产业振兴规划和层出不穷的区域经济热点，昭示中国未来数年有望继续领跑世界经济，各领域、各地区的投资热点也会随经济复苏而不断涌现。

2. 本币升值因素

近年来，人民币是世界升值最快的货币之一，其国际影响以及长期升值潜力是由综合国力保障的。相比之下，QDII的主要投资国和地区的货币，例如美元和港币，都处于显著的弱势格局或比较确定的贬值预期。

3. 全球投资热点有趋同趋势

经济全球化背景下，各国金融市场相互影响加强，波动方向和投资热点有趋同趋势。因此，基于类似宏观背景而投资的国别差异不会很大。另一方面，金融投资考虑更多的应是相对收益，而不是绝对收益。尽管A股估值水平长期以来高于H股等境外市场，但预计这种估值差异不会在短期内完全消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除，期待绝对价格一致并从中套利，要做长期的思想准备。

4. 受限于境外市场环境及法律法规

国内投资者对于境外的市场环境、法律法规、投资程序等都不甚了解，这不是在华尔街招募几名专家就能解决的，它需要长期地积累。另外还有一组事实，2007～2008 年，QDII 基金投资大幅亏损，部分甚至损失过半。2008 年 9 月，受雷曼兄弟破产影响，国内首只基金系 QDII——华安国际配置基金被迫暂停赎回，成为中国开放式基金首例因非正常原因而暂停赎回的案例。

5. 境外市场的抵制，合作伙伴的分歧

经济高速发展，越来越多的国家把中国视为威胁，中国企业的对外投资都会受到“特别照顾”，遭遇各种限制，甚至暗算和围剿。不少 QDII 基金与其聘请的境外投资机构，由于投资理念和关注点不同，合作并非顺利，也可能影响投资业绩。另外，境外顾问所能提供的支持往往不如当初承诺的那样强大。

6. 尚属力量薄弱的间接投资

QDII 只是当前在人民币不可自由兑换、资本项目尚未完全开放情况下的过渡性制度，是一种间接投资方式。QDII 基金的管理运作、产品设计等都需高度专业化的团队，而国内尚处起步阶段，总体力量还较薄弱，投资能力与国际投资者还存在很大差距。

不过，部分内地基金已在香港驻扎并招兵买马。还有多家基金纷纷瞄准指数化投资，开发跟踪国外强势指数的 QDII 产品。招商基金也在开发一只主攻全球资源的主题投资型产品。这些措施是意在长远的有益尝试，然预计难以逆转远征作战的系统劣势。

7. 境外市场过于复杂且费用较高

境外衍生品过多，导致市场结构异常复杂，加之容量庞大、门槛高、费用多、耗时长，受经济危机影响其长期收益未必稳定。

QDII 作为一种过渡性制度，更适宜于作为投资组合的一种尝试和补充，更适于个人高端客户加以配置。5 年内来看，一般投资者更适于专注国内市场。

（2009－09－15）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



次新基金批量破发的原因及投资对策

2009年8月，上证指数单边暴跌，单月跌幅累计达到惊人的21.8%，造就了令广大股市投资者印象深刻的“黑八月”。随着指数的快速下跌，多数建仓较快的次新基金纷纷跌破面值，损失惨重，引起业界的广泛关注。

所谓次新基金，是刚刚打开申购不久的新基金，以及通过分拆或者大比例分红后进行扩募的基金，一般成立、募集时间较短，其净值通常接近1元，是时间上仅次于新基金的基金。

相对于老基金和发行中的新基金，次新基金的主要优势在于仓位，具备“进可攻、退可守”的两宜选择。此外，次新基金的业绩更有保证，流动性较好，不需要像新基金一样等待很长一段封闭期，而基金经理大都有一定的业绩积累，基金总体情况也更便于了解，更利于投资者挑选。

然而，正是这原本应该比新基金更能给投资者带来收益的次新基金，却在近期遭受重创。据统计，截至9月1日，逾六成次新偏股型基金跌破了面值，而自6月以来成立的次新基金更是全部跌破了1元面值。6月、7月、8月三个月成立的偏股型基金跌幅较大，23只偏股型基金中12只基金的净值跌至8毛区间，占比超过半数。

表4-1 次新基金破发率

月份	成立只数	破发只数	破发率
1~2	3	0	0
3	10	1	10%
4	10	1	10%
5	6	4	66.67%
6	8	7	87.5%
7	10	10	100%
8	3	2	66.67%

注：数据截至8月21日

资料来源：方正商学院

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（一）次新基金破发的主要原因

1. 在仓位处理上过于激进

主要问题是过于激进，导致仓位增加过快以及总体仓位偏高。

翻看基金持仓数据，一个突出的印象是：次新基金在6月、7月份增仓过快。这主要是因为此前市场的单边上涨，使得这些基金增强了信心和持仓冲动。

另外，基金的总体仓位越来越重，表现了对后市的极度乐观，对累计升幅较大的短期震荡风险则估计不足，有失谨慎。

2. 在过速下跌的市场中反应迟缓

市场的破位下跌后，多数次新基金没有顺势减少仓位，导致损失扩大。

从合理的角度看，基金的头寸应分为长期头寸和短期头寸，长期头寸即所谓的底仓保持基本稳定，而大约总仓位30%的部分应该根据市场的短期变化高抛低吸、波段操作，以便合理调节持仓比例，降低总体的运营风险。

这些基金之所以没能及时减仓的一个重要原因，可能是因为市场本轮下跌过急过速——这当然也与信贷资金在股市兴风作浪有关。根据以往的市场经验，大约20%的跌幅一般会通过“三浪调整”的方式来完成，而不是一步到位地单边下跌。具体到这一轮暴跌，之前很多投资者都认为，在3000点附近至少会有一个像样的反弹。但是，市场没有给这些人机会。而且，跌幅还不仅仅20%，最低跌到了2639点，跌幅约达25%。

3. 对基本面和技术面的逆转因素缺乏足够重视

从基本面来看，关于资产泡沫化以及主张货币政策适度收紧的言论在8月初就已纷纷见诸各大媒体，这其实是一个强烈的、可能引发市场逆转的信号。很多人不相信这些看似不着边际的舆论、没有把它们当回事，是因为从经济恢复的角度以及中央决策者的角度，还不到收紧货币政策的时候，不相信负面的政策能够最终出台。尽管这样的看法也许是对的，但是市场的构成十分复杂，投资者的水平也参差不齐，加之已经连续上涨了半年之多，这样“唬人”的背景之下，哪怕一个“谣言”往往就能让大家慌乱不堪，市场也会因此出现非理性的调整。因此，对于基本面发生的“不和谐”声音，如果能够及时给予应有的重视，有时候能够避免很大的损失。

实际上，8月份已经有人在感叹“融资猛于虎”了，这往往也是市场由强转弱的一个重要信号。从银监会提高商业银行资本充足率指标，再到原油

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格推迟涨价等，也反映了以往宽松、积极的政策可能会出现不容忽视的动摇，加重了市场的忧虑和恐慌。

从技术面来看，7 月 29 日的盘中跌幅一度接近 8%，最终也是以幅度高达 5% 的阴线报收。这根波幅高达 240 多点的大阴线，其实就是一个非常明确的中级调整信号，老到的操盘手绝对应该在此后的反弹中越涨越卖。作为机构投资者，基金虽不能像个人投资者一样快速清仓，但逐步减仓的策略还是必要的。

（二）如何看待这一轮的次新基金破发

基金净值随着市场波动而变化，是很正常的现象，一时跑不赢大盘并不代表永远跑不赢。

就长期来看，中国经济恢复上升势头渐趋明显，此次调整并不会改变市场长期向好的态势。股市的上涨还将继续，至少明年还会继续走牛，所以短期的挫折不影响长期收益。经过震荡整理之后，次新基金的经理也会吸取教训。震荡环境中，次新基金仓位及持股结构等方面倒也体现出一定的专业优势，假以时日，广大投资者也会有“先苦后甜”的感觉。

就次新基金的持仓结构来看，这一轮的次新基金主要关注国家政策明确支持的生物医药、新能源、节能环保等行业板块，以及一些估值偏低、成长确定的板块和前期跌幅明显的钢铁、地产等行业板块。长期来看，这些板块的股票都具有较大的升值空间，次新基金的布局是值得肯定的，长期受益也是值得期待的。

（三）未来基金投资策略

基金投资策略取决于宏观经济和股市前景，我们逐一分析一下。

G20 会议确定了世界各国继续宽松政策以刺激经济发展的主基调，而且，8 月股市的深度暴跌也给“紧缩政策的抢跑者”以教训和警醒，今后半年内，政策的不确定性有望减少。

我国经济已逐渐步入回升通道，各类经济指标不断好转，加之境外经济复苏，出口的回升会进一步带动经济的转暖，可以说最为困难的时期已经过去，未来一年的经济环境有望趋于稳定。

7 月份 CPI 和 PPI 虽然仍为负值，但降幅已经明显缩小；8 月、9 月的物价指数有望使得通胀再受关注。猪肉、鸡蛋价格连续三四个月的回升，是民



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间感受“钞票发毛”的真实写照，物价回升的速度将越来越明显。从历史数据分析，通胀初期是企业效益将逐步好转以及资产价格渐次走高的黄金季节，并不支持股市再度走熊。

从股市微观层面上看，经过本轮的大幅调整后，优质上市公司估值趋于合理，指数、ETF 联接基金开闸，近百只“一对多”专户产品陆续上报，都会为市场注入新的资金活力。

尽管人们现在普遍关注的是流动性问题，但根据笔者一直对流动性问题的关注，认为在未来相当长的时间里，流动性充裕局面几乎不可能发生实质逆转，信心问题远胜于流动性本身。随着经济的回升，上市公司业绩是否能够同步改善，是更加值得关注的。初步预计 2010 年的股市价值中枢将随着信心的恢复和业绩的改善而逐步上移到 4000 点一线。

不过，2009 年第四季度，要谨防房地产市场出现短期波动。鉴于此，许多投资者不会特别看好第四季度的股市，尤其是在 8 月的深度调整后，市场人气需要重整，近期股市有望在 2600 ~ 3400 点的区间反复震荡。好在房地产股票已经整体回调，这可以说是市场主动在规避潜在的房地产价格调整风险，为 2010 年股市的进一步上涨奠定了良好的基础。

基于以上分析，投资者可以在股市的相对低点有选择地购买一些“破发”次新基金，长期来看会获得不菲的收益，关键是买时的低价和买后的坚持。在选择投资对象的时候，要先选好基金公司，再选择基金经理，最后选择基金品种。那些品牌基金公司的知名基金经理所掌管的“破发”产品，或许是最为理想的目标。

(2009 - 10 - 17)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五章

做多未来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



别拿价值不当回事

2008 年中国股票市场一直处于漫漫熊途。导致市场下跌的因素是异常复杂和多样的，但是，中国股市这些因素的反应显然有过激之嫌。包括以公募基金为代表的机构投资者在内的非理性行为表明市场忽视了公司价值和估值中枢这个根本问题，估值体系似乎被遗忘在市场的边缘或角落里。回到估值水平这一决定市场走势最根本的标准上来，我们会发现当前 A 股市盈率已经接近历史底部，市净率回归到理性区间，这决定了市场短期的下行空间已经非常有限。另外，作为全球增长最快的大国，中国在全球经济中的表现一枝独秀，这无疑凸显了中国市场未来的战略投资价值。

（一）过度反应的市场暴跌导致估值标准失位

也许股票市场最大的风险就在于出其不意，进入 2008 年，当许多投资者还沉浸在 10 年黄金牛市的美梦的时候，市场却出人意料地步入了不断寻底的过程。公开数据显示，自 2007 年 10 月至今，上证综合指数调整了 55.8%，调整时间接近 3 个季度，其间最大调整幅度达到 58.1%。在 9 个月的时间内经历如此大的跌幅，即使放之四海，用历史罕见来形容都不为过。

诚如温总理所说，2008 年是中国经济最困难、最复杂的一年，总结和梳理中国股市大幅下跌的原因，我们会发现导致下跌的因素也异常复杂和多样。从国内看，大小非解禁给市场带来无尽的抛压，2008 年频发的自然灾害导致人们开始对国内经济的基本面表示担忧，居高不下的通胀致使从紧货币政策难以放松，人民币快速升值、劳动力价格提高和原材料成本提高导致外贸进出口企业和制造企业的经营状况日益艰难，甚至面临倒闭的境地；从国际看，美国次贷危机、粮食和石油等大宗商品价格暴涨、周边股市剧烈波动等因素也使投资者对国内市场未来走势迅速形成一致的悲观预期。

尽管引起中国股市下跌的因素有如此之多，如此之复杂，但是，从市场的本质看来，中国股市对利空的反应有过激之嫌。在中国经济仍处于上升趋势中、通货膨胀失控的可能性不大、人民币升值速度有望放缓、美国次贷危

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机最糟糕的时期已过的情况下，毫无疑问，当前中国股市的暴跌已对糟糕的基本面和悲观的市场预期提前做出了过度反应。如今，在A股市场已被腰斩过半，市盈率已经处于历史低位的时候，如果无视中国经济在世界大国中一枝独秀的大局，仅通过简单比较我国市场的市盈率仍高于世界主要国家的论据，就认为A股市场仍有大幅下调的可能，甚至要惨烈地跌到2000点以下，是有失偏颇和不负责任的。

的确，我们认为市场的暴跌不仅仅击毁了投资者的信心，更重要的是导致中国股票市场的估值标准和体系出现了紊乱。因为在两年内翻5倍又在10个月内跌幅过半的暴涨暴跌市场里，投资者会过度反应，会情绪失控，会对股票市场未来发展的不确定性变得恐惧。这会促使投资者信心几乎丧失殆尽，禁不起哪怕最后一根稻草的压迫，开始非理性杀跌，因而失去了价值判断标准和价值分析能力。可以说，当前中国股票市场的估值标准和体系已经出现了紊乱，市场甚至已经无视估值标准的存在，估值体系这一市场涨跌最根本的标准似乎已经被遗忘在市场的边缘或角落里。

（二）机构投资者推波助澜致使估值标准失位

作为我国证券市场的中流砥柱，以公募基金为代表的机构投资者这两年的行为和操作理念，值得我们认真反思。2007年“5·30”后，基金们开始投入成千上万亿元炒作大盘蓝筹股，所有以前行情中难以撼动的大盘股在汹涌而来的资金冲击下像纸一样轻盈地飞上了天，很多大盘股在很短时间内股价翻番，万科从15块一路涨到了40块，中国神华在45倍PE水平上市连续涨停直奔百元而去。许多超级大盘股的市盈率超过了100倍，而同期成熟市场那些久经市场考验的蓝筹股的市盈率仅仅是10倍左右。泡沫再大终将破灭，中石油最终成为基金蓝筹盛宴的终结者。

而今天，在A股市场动态市盈率跌至17倍、金融房地产动态市盈率仅13倍之时，基金们却还在持续减仓（上周五的仓位测算数据显示，股票型基金平均仓位为70.16%，偏股混合型基金平均仓位为63.29%，平均仓位均有明显的下降），对遍地廉价的股票却视而不见。以价值投资自居的基金们，成为2008年股市行情中最大的不稳定因素，无视市场价值而疯狂短线操作，趋势投资再度流行。

在股指6000点以上疯狂做多与当前情况下继续盲目杀跌都是缺乏理性的、不负责任的。作为价值投资的倡导者，基金等机构投资者应该超越所谓

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的趋势投资误区，以市场价值为准绳，以长期投资为理念，真正扛起中国证券市场价值投资的大旗，为市场的繁荣稳定发挥应有的积极作用。

（三）市场估值决定短期下行空间有限

1. 当前 A 股市盈率接近历史底部

目前 A 股静态市盈率水平按照 2007 年报数据计算结果为 22 倍，按照 TTM（前推 12 个月）计算结果为 20 倍，按照 2008 年上市公司净利润同比增长 30% 的预测计算的动态市盈率水平为 16 倍，已经接近 1995 年和 2005 年熊市低谷期的水平，这意味着从历史的角度来看目前 A 股市场安全边际性较高。

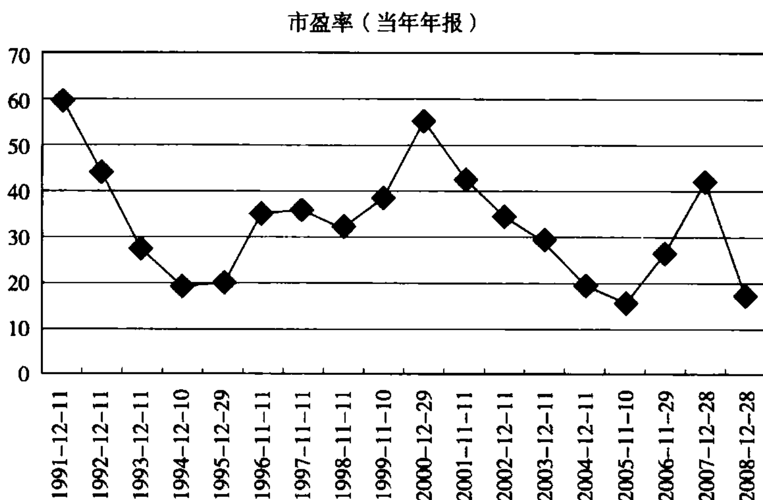


图 5-1　A 股市场历史市盈率在 16～60 倍区间

数据来源：Wind 资讯

2. 高成长性支撑 A 股估值

无论是和成熟市场还是和新兴市场相比，我国 A 股市场的市盈率都处于最高水平之一。但是如果考虑到我国经济增速连续保持稳健高速增长，并且预计 2008 年仍然可以保持 10% 左右的 GDP 增速，宏观经济高增速意味着上市公司业绩增长也将保持高速增长状态。在这样的宏观背景下，我国 A 股市场的 PEG 水平处于相对较低的水平，这意味着高成长性可以支撑 A 股相对偏高的估值水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5－1　周边国家和地区估值比较

指数	PE	过去 3 年 GDP 平均增速（%）	PEG
道琼斯工业平均指数	13.80	2.73	5.05
标准普尔 500 指数	20.08		7.36
纳斯达克综合指数	33.25		12.18
法国 CAC 指数	10.24	1.87	5.48
德国 DAX 指数	11.43	2.03	5.63
伦敦时报 100 指数	9.85	2.53	3.89
韩国 KOSPI 指数	11.71	4.63	2.53
台湾证交所加权股价指数	11.55	3.72	3.10
新加坡海峡时报指数	10.34	7.27	1.42
日经 225 指数	25.02	2.13	11.75
巴西圣保罗交易所指数	9.42	3.80	2.48
俄罗斯 RTS 指数	12.13	6.83	1.78
孟买 SENSEX30 指数	12.95	8.63	1.50
恒生指数	12.30	6.83	1.80
上证 50 指数	17.93	10.67	1.68
沪深 300 指数	18.95		1.78
上证指数	19.72		1.85

数据来源：Bloomberg

3. 市净率回归到理性区间

2008 年 7 月 16 日，上证指数收盘价格为 2705.87 点，大盘基本回到了 2007 年 2 月时的点位。牛熊轮换，时隔一年后，“破发”、“破净”的上市公司再度出现。

根据历史经验，A 股市场的市净率估值中枢水平在 3 倍左右，目前最新的市净率为 3.2 倍，已经回到理性区间。

首先，从点位来看，同为 2700 点，2007 年 2 月 A 股市场的整体市净率为 3.46 倍，高于当前的 3.20 倍；从低 PB 公司数量来看，2007 年 2 月市净率低于 2 倍和 1.5 倍以下的公司分别为 187 家和 48 家，而目前市净率低于 2 倍和 1.5 倍的公司分别为 271 家和 101 家。

第二，从 PB 水平来看，A 股市净率的 3.2 倍已接近 2006 年底和 2007 年初水平。虽然当时上证指数在 2300 点附近。但是，需要指出的是：由于市净率＝市盈率×净资产收益率，而 2008 年企业的净资产收益率较两年前已经有了较大幅度的提升，因此造成了现在的市净率偏高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

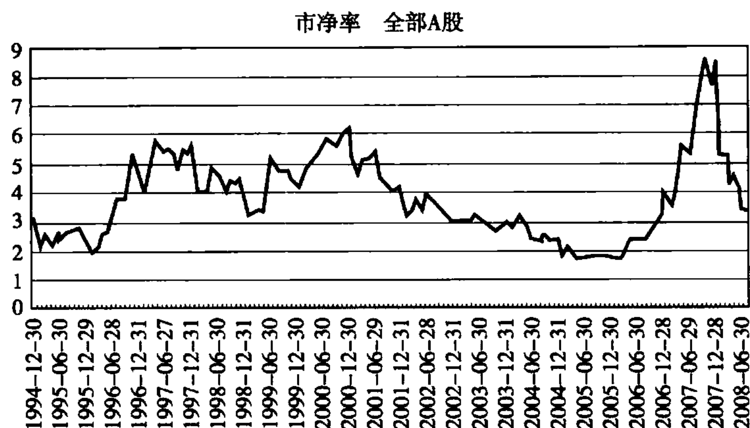


图 5－2　A 股市场历史市净率

资料来源：Wind 资讯

第三，从国际情况来看，目前道琼斯指数的 PB 为 3.07 倍，与 A 股整体市净率十分接近。

表 5－2　世界主要市场指数的 PB 情况

主要指数	PB
道琼斯指数	3.07
标准普尔 500 指数	2.29
纳斯达克综合指数	2.09
法国 CAC 指数	1.45
德国 DAX 指数	1.52
墨西哥综合指数	2.98
巴西圣保罗交易所指数	2.28
日经 225 指数	1.61
恒生指数	2.03
上证指数	3.20

数据来源：Bloomberg

（四）中国经济高增长凸显长期战略投资价值

中国经济在全球一枝独秀，近年来保持 10% 左右的高速增长，远远高于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发达国家。2007年，八国集团中，除俄罗斯GDP增长为8.1%以外，其他国家在1.4%~3%之间，而中国则是11.9%，成为全球增长最快的国家。近期中国证券市场的大跌，重要的一个原因是基于对中国宏观经济放缓的预期，但是，即使中国经济放缓至8%，仍然远远高于发达国家。

因此，中国证券市场的估值水平不能以国际市场的估值水平来衡量。由于中国经济增长速度远高于发达国家，中国证券市场应当享受高于国际市场的估值水平。

中国经济目前处于工业化中期阶段，重化工业特征明显，在39个工业大项中，制造、冶金、机械、器材、石油化工等重型工业的比重达到了50%以上。中国对能源、化工、钢铁、有色金属等产品的需求量持续增加，在这一大背景下，相关产业将处于景气上升阶段，景气周期将会持续，直至中国工业化完成。对这些产业的理解，也有别于在工业化已经完成的发达国家。在发达国家属于夕阳行业的产业，在中国仍然朝气蓬勃，同样，由于人口数量上的优势以及经济的持续高速增长，我国的银行业、保险业的增长也远远高于发达国家。因此，我们不能照搬发达国家对相关产业的估值体系，简单套用国际估值水平无异于刻舟求剑。

选取在我国经济中占有重要地位的行业来进行国际估值的比较，这些行业包括：石油、化工、钢铁、煤炭、机械、汽车等行业。从市盈率、市净率和增长率的角度对国内外的这些行业进行对比，发现中国证券市场的这些行业已经具有明显的投资价值。

表5-3 2007年美国和中国部分行业的估值与增长率比较

	美国			中国		
	PE	PB	5年增长率	PE	PB	3年增长率
银行	9.53	1.08	13.11%	19.19	2.76	13.93%
石油	11.99	2.73	20.2%	19.09	3.55	27.98%
钢铁	14.54	2.17	25.37%	12.72	1.73	28%
化工	20.92	3.93	15.95%	42.43	4.04	19.47%
煤炭	53.88	8.65	15.15%	34.66	4.9	27.26%
汽车	18.1	1.61	3.06%	15.82	1.7	37.64%
机械	12.52	4.34	13.04%	19.03	3.04	29.9%

数据来源：Bloomberg

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从上表可以看出，从市盈率和市净率来看，钢铁、煤炭、汽车这三个行业的市盈率已经低于美国市场的水平，而中国这三个行业的增长率均高于美国，比如中国汽车行业的增长率甚至10倍于美国汽车行业的增长，即使上述行业面临一定的下行风险，也具有足够的估值优势。

我们还注意到中国的银行、化工、机械、石化等重点产业的增长率均高于美国，如银行业2008年上半年的增长率甚至高达70%左右，而美国银行业正饱受次贷危机的折磨，最近美国加州的印地麦克银行破产也向投资者提示了美国银行业所面临的巨大风险。而造成中国石化行业的估值水平高于美国的主要原因是成品油价格管制，一旦成品油价格管制放开，中国石化行业将恢复正常的赢利水平，其价值必将重估。综合考虑中国这些行业的高速增长，其估值水平应当高于美国，而目前接近甚至低于美国市场的估值水平，只能说明恐慌情绪已经使中国投资者丧失了对行业价值的清醒和客观判断。

综上所述，目前我国股市市盈率已接近历史底部，即使与发达国家和新兴经济体相比也已相差无几，若考虑到我国连续5年高达两位数的经济增长率，应该说中国股市已经回到了价值区间。

中国经济增长或许因为各种因素会有所减缓，但还在健康发展区间内。种种迹象也表明，祸害全球经济的高油价也正遭到包括美国在内的世界各国正义力量的谴责和打压，再冲150美元以上的可能性变得越来越渺茫，由此，通胀这个全球经济的大患就会逐步缓解。中国股市也从来不缺乏资金，在当前流动性过剩的情况下尤为如此。至于大小非减持，事实已经证明大小非股东在市场低迷的情况下抛售意愿非常小。从2006年6月19日到2008年7月7日，大小非一共减持了78.39亿股，仅占解禁股919亿股的8.53%。

当前股市的非理性下跌不仅给投资者带来了损失，也将给实体经济带来损害。十几倍的市盈率和两三倍的市净率在现有中国股市应该已经具有投资价值。在股市下跌接近60%，诸如房地产股票已经不到最高价格1/5水平之时，可以说，任何对于不顾价值而只顾当前消息面的过分反应都是违背基本的投资原则的，过分悲观的看法和过分抛空的行为也都是不理智的，是对市场的不负责任，更是对自己的不负责任。暴涨暴跌不应该是市场的常态，股市应该回归理性，伴随国民经济稳步增长。

(2008-07-17)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



经济与股市都不值得继续悲观①

近一段时间以来，随着美国金融危机蔓延全世界，中国经济和股市的未来走势也备受人们关注。2008 年 10 月 8 日，中国央行和国际六大央行宣布降息，这将对中国经济有什么影响？A 股将何去何从？金融风暴未来将如何演化？

（一）中国降息特色是更有综合性

笔者近期一直在呼吁降息，那么现在全球各大央行联手降息，对于整个世界经济还有中国的经济会有什么样的影响呢？

首先，全球降息主要受美国金融危机这个事件的影响。最主要的原因就是全球经济可能会受到华尔街金融危机的影响，出现衰退或者减速，使得各个央行感受到了危机，于是才联手降息。这种挽救经济的举措，有利于稳定金融市场和投资者信心。

在我国，股市已经大幅下跌，经济下降的趋势比较明朗。此前我国的利率水平一直处在高位，显然难以适应目前的经济形势。所以虽然是全球一起降息，但是对中国来讲，中国降息的意义显然更偏重长远和经济，总体来看是及时的。

中国取消利息税，是与我国未来经济转型需要刺激内需的政策相吻合的，说明我们目前不仅仅是稳定经济预期，还考虑到了经济转型，所以不同于国外的单纯利率调整的救市行为，是更有综合性，更对症下药。再比如，存款准备金率下调，是大小银行一起下调；结合之前的新的外汇结售汇体制——自然会造成大小金融机构流动性的一个衰减，及时地降低存款准备金率也是很有必要的，而且有进一步下降的空间。

9 月 15 号有一次降息。央行一个月内两次降息。不妨把这两次降息做一个对比。前面的降息能有效地解除企业的负担，尤其是中小企业的负担，它

① 根据 2008 年 10 月 9 日的新浪财经访谈内容整理。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要是贷款利率的下调。这次我们看到是存款和贷款利率同时下调。后面这次下调，因为它不能过多地威胁到银行的存贷差的利润空间，所以同时下调存贷款利率，是宏观经济比较正确的选择。既能够有效地刺激消费，又能够有效地解除企业负担过重的问题，它针对的是目前我们的企业界微观经济层面投资意愿不足的问题。

到底我们的货币政策会走向何方呢？目前我国的利率水平相对较高。尤其是美国这次降息以后，它的利率是1.5%。我们国家的利率包括存款准备金率，仍然都是偏高的，与前几年的持续上调有关，肯定是有下降空间的，尤其是未来我们的经济可能会出现一些挑战。下降空间肯定是有，但是下降到多少，现在很难下定论，这跟世界经济形势，包括中国经济形势的发展有关。所以究竟下调多少、多少次，或者持续多长时间难以预料。

这一方面还要看商品价格的回落程度，一方面还要看全世界的流动性状况。美国这次救市，包括各国央行入市救市，实际上是向市场投放了过多的流动性，危机出现以后大家都在向金融市场投放资金，金融市场投放的这些流动性，会产生一些什么样的新问题，有待观察。

（二）货币政策帮房地产健康调整

降低存贷款利率会有效地解除企业的负担，使得目前企业利润增速地下降得到一定的缓解。从下降的速度和持续的周期方面，宽松的货币政策肯定能产生缓解的作用，它能够改善人们过分悲观的预期。

降息对于房地产行业会产生积极的影响，但还是要重点关注房价。北京、上海这样的龙头城市，房价仍然偏高，主要是看房价收入比。一个年轻人要奋斗二三十年才能买得起自己的住房，这种情况表明房价过高了。货币政策虽然已经宽松，而且后面有可能继续宽松，但可能无法扭转房价向下回归这个过程。

业内有人认为，中国的房地产有可能像当年的香港地区、当年的中国海南等，像现在的美国一样，要出现深刻地、巨幅地或者长时间地下跌，以致影响到金融的稳定，甚至可能导致百业萧条。笔者并不认同。现在从紧的货币政策已经出现转向而且进入了下降周期，它对房地产的影响是长期的，尽管不会在目前终止它的价格回归，但对回归的程度以及回归周期可能会有实质性的影响，这可能要到半年或者一年以后才能看出来。货币政策实际上有效地帮助了房地产市场的健康调整。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至于说现在是不是去抄底房地产股票的一个最好时机，我觉得在房价需要回归的这么一个过程中，房地产股不可能起太大的风浪，价值显著低估的时候可以长线买入。

（三）银行股还是值得长期投资的

银行股已经跌到了值得长期投资者去做价值投资的时候了，但是像上次利好以后，出现了30%的涨幅，还有大宗的资金去追买，这样的上涨是不可持续的，或者反应过激。投资银行股应该是看长期的价值，而不是说短期内它要涨多少，这种想法是带有投机性的。

从笔者对银行业的了解来看，银行未来的赢利状况也可能会受到经济面以及宏观调控政策的影响，使得它的高速增长态势出现一定的回归。

银行股是股市的权重股，政府如果想稳定股市的话，可能会通过银行股来稳定股市，包括最近汇金注资。假如持有银行股，然后等待政府来做出一些调整，可以实现套利。如果我们信任汇金的实力，信任证监会推出来的上市公司回购，信任目前国家对稳定金融的决心，那么假如银行股再创新低，就应该买入。

（四）看好中国基建行业

有人问笔者，在目前的股市，看好哪些板块。笔者个人比较看好的行业，首推基建行业，还有与铁路有关的产业，包括各个城市主要的基本建设的这些公司，比如像上海建工，像浦东建设，实际上它们的市净率、市盈率都比较低了，同时又面临着城市建设提速，包括世博会建设的需要，国家要想启动内需，在企业层面投资意愿下降和房地产出现行业调整的情况下，政府必然要选择通过加大基础建设来维持经济的高速发展和有效地启动内需。所以笔者最看好的是基建及相关行业。

（五）现在对市场悲观会失去机会

展望未来，有一些悲观人士认为，中国经济最坏的时候可能还没有到来，股市的底可能也还没有到。怎么看呢？

现在的股市，经常是利好出来以后，经过一个短暂地冲高，然后就会回落。有一种投资思路或者投资策略，是见了利好以后逆向思维，说为什么国家出利好呢？是因为经济形势下滑，有问题了，所以预期就不好。这个逆向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

思维如果在股市是高点的时候是有效的，或者是明智的，但在我们的股市下跌到70%的情况下，可能不很合适。实际上中国并不是风险的发源地，中国没有金融危机，也没有经济危机。但是东方国度的忧患意识过于强烈，而且我国股市内部存在一些难以克服的例如大小非的问题，所以使得股市出现了超跌的情况。在显著超跌的情况下，再用这种逆向思维想问题的话，可能失去机会。

做投资应该是看未来的，而不是只看当前。如果当前存在一些悲观预期的话，那正是机会，如果大家的预期都变得乐观起来的话，还有什么机会呢？美国股市至今的下降都是低于中国股市下降幅度的，它属于在补跌。而中国实际上从经济形势、金融形势到股指跌幅各个方面来讲，都不应该盲目地去跟风。

中国目前的经济基础是非常好的，国家的财力很雄厚，产业结构尽管需要调整，但是有广大的市场需要启用，一个是基本建设，城市化进程都没有完成，另外，相比美国来讲，我们的国民消费是很不足的。中国启动消费，有20万亿元的居民储蓄存款为基础，消费的后劲实际上是非常充足的。长期来看，中国的转型几乎毫无问题。

最早我们为什么悲观，是因为发现我们国内的货币政策几乎与现实脱轨了。但是现在看，无论原因如何，这种政策已经转向了，我们的宏观预期朝着更明朗、更积极的方向转变，这种时候如果看未来的话，你心里的顾虑到底是什么呢？所有看空中国股市的人需要把这个问题想明白，你忧心的问题到底是什么？在全球经济下滑过程当中，中国目前可以说是一个难得的风水宝地，经济不会坏到哪里去，尽管会面临一些挑战。

面对股市的波动，对于那些“今天进去明天就想赚钱出来”的人来讲，任何专家都没有什么好的建议给他们。如果对于长期的投资者，毫无疑问，现在是买入股票并且持有的时候。巴菲特卖掉中石油以后，中石油可能会短暂地涨一下，但是它很快就会跌回来，而且一跌回来就不是一个简单的跌幅。当巴菲特开始伸手买入他看好公司的股票的时候，也可能会有一个短暂被套的过程，但这都不是最主要的问题。长期是赚钱的。不要盲目看空A股市场。

现在不是宏观面在走暖，而是我们的政策面在积极回暖，而且会有进一步的政策出来。股市见底或者说继续上行的空间将被什么打开呢？可能是“T+0”制度，也可能是股指期货这样的交易制度的完善。我们需要动态地看问题，股市未来可以上涨的，后面利好的因素很多，目前没有兑现成现实，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正是机会所在。目前短期可能有调整，但是行情再次跌破2000点后，相信会有很多资金蜂拥入市。

假设再次跌破2000点，大股东们为代表的产业资本以及上市公司的增持会进一步削弱金融资本抄底的可能。如果你非常顽固地要看到1500点，那对不起，可能国家不允许跌到那么低，你要那样去等的话，机会只好让给别人。这是一个博弈的市场，看你对未来到底有没有信心。

总之，在目前经济基础非常稳固的情况下，在资金非常充裕的情况下，在目前证监会正在启动市场交易制度改革的大好环境下，在中国宏观调控政策正在逐步变得积极而稳健的情况下，对已经跌了70%的中国股市过分看空和做空，是没有道理的，也是危险的。甚至笔者认为，目前我们股市的所有参与资本都处于一种不合理的弱势状态。资本精英应该是一种有勇气、有担当，而且是有智慧的一群人，应该集体维护我们这个市场的整体利益。中国的基本面没有坏到那种程度。

（六）看好股指期货的三大理由

有些媒体报道说笔者预言年底推出股指期货，其实笔者本来的意思是“或将推出”，就是可能推出，是个人推测，因为笔者不是官方人士。融资融券的推出，它作为一个中性的政策，只能说在给股指期货做准备，这是一个推测的理由；另外一个理由，股指期货对于完善中国的交易体制，及完善市场机制来讲确实是有帮助的，所以这是第二个看好它的原因；第三个原因，目前压制市场活力的大小非问题，正使得证券市场丧失活力。怎么来消化大小非，恢复证券市场的活力呢？股指期货是一个最佳的手段。所以从这三条来讲，笔者认为，股指期货推出的可能在所难免，但是具体的时间只是个人推测。

（2008-10-09）

中国的“龙头相”一直都在

现代是一个经济被国际金融投机资本严重扭曲的时代，原材料的价格已经高得严重离谱，这注定是不可持续的，中国必须对此作出抉择甚至参战。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过我们看到，只有美国是清醒的，它的利率一直在下降，直到达到了几乎空前的宽松状态——自始至终把“通胀”当回事的都是非美国家。他们都遭受了“雪上加霜”的重创——欧洲同时伴随了欧元汇率过高的难题，中国伴随了产业结构调整的痛苦。

实体经济的温度随着金融市场的高度动荡而急剧降温。这超出了多数决策者的预期，问题变得异常严重。在这个时候，笔者意识到，中国有四个方面的问题必须慎重处理，那就是：①货币政策的下降是趋势性的，必须进入“下降周期”，而不是简单跟随美国“救市”；②房地产市场举足轻重，必须尽快防止出现快速下滑的局面——笔者预期并建议中央政府必须出手挽救房地产；③积极的财政政策必须及时跟进——笔者呼吁增发国债甚至放开地方政府债券发行；④对外投资要突出国家利益——建议适时买进美元、沽空欧元并利用金融市场的低迷期而大量买进亚洲生产制造企业的股权而不是盲目抄底美国的金融资产。

近期一直明确反对盲目看空中国，因为中国的基础很扎实，是这一轮世界经济危机的“风水宝地”。只要积极的财政政策浮出水面并大力启动基础建设，中国经济和中国资本市场才不会更加严重，相反，生产过剩、就业不足、消费不振等问题就会迎刃而解。笔者甚至断言：“就股市而言，我敢说：如果以上政策（积极的财政政策）陆续出台，中国牛市就将自此诞生！实际上，目前的股市已经进入了制度红利期，看多与看空，孰优孰劣，未来将会作出最好的证明——全球流动性充裕必然催生资产价格的再度膨胀！”

近一两个月的政策和市场证明以上的思路是正确的。当然还有一些见解有待继续验证。在这一系列的观点中，笔者觉得，对多类市场的正确研判起了关键作用，有效地保证了分析结果的准确性和应用性。不管是否愿意承认，这也再次印证，国际金融市场错综复杂的变化，对各国经济、金融和政策的影响，越来越突出和不容忽视。前瞻性的政策必须要有对金融市场的高度敏感和科学认识。而市场问题的核心之一是价格，所以，价格是市场经济决策的核心依据。

中国强大的经济基础一直都在，变化更多的是人们的心态以及对变化本身的恐慌。当然，还有中国股市惯看他人脸色的坏毛病，使得中国各界的信心因此遭受了富有羞辱意味的磨灭——这多半源自资本市场的制度缺陷以及由此滋生的投资者弱势和短视。但是，金融规律一再表明，金融动荡来得快，去得也快。何况这次更多的是别人的危机。笔者一直强调大家要保持乐观，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是因为首先中国很幸运，因为有资本管制的防火墙；其次，幸亏美国金融危机及时发生，否则中国的外汇储备以及银行等各类企业，可能会因为更多地对外投资和渗透而遭受更加巨大的损失；另外，中国的国情决定了这轮危机不足以使中国脱离快速发展的正常轨道。中国遭遇的只是经济转型之痛，只要政策取向正确，这就不是什么严重的全局问题。中国甚至可以把这次世界危机当做重大发展机遇乘势而上。可以借助的资源简直可以说数不胜数：广阔的国内市场、巨额的国民储蓄、丰富的劳动力、强大的财政力量、雄厚的外汇积累，这简直就是其他国家都求之不得的经济基础。为什么要盲目悲观呢？

考虑到全球流动性地盲目注入，笔者预言：接下来的繁荣会让你大吃一惊！最主要的就是资产价格的新一轮膨胀必然会到来！更加毋庸置疑的是，因为美国的发展模式和国际信用下降的冲击，在下一轮的国际资本流动中，中国必然是全球的焦点和热土。当然并非说现在就进入繁荣，但肯定也不会遥不可及。按照市场的规律看，信心的恢复是需要一段时间的。通过综合分析，个人认为，目前所有对中国经济和资本市场见底时间的预测几乎都是偏于保守的。在这里笔者大胆预见：2009 年春季（最晚是 2009 年 5 月份），中国的资产市场就将正式步入国内外资本共同推动的、新一轮史上罕见的繁荣周期。

中国目前国民生产总值接近 30 万亿元，储蓄率高达 46%，居民存款超过 20 万亿元，财政收入五六万亿元，而且 2004～2006 年财政赤字仅占 GDP 不过 1%，2007 年财政盈余 706 亿元，2008 年上半年财政盈余近 12000 亿元，外汇储备近 2 万亿美元，年度外贸顺差有望长期维持 2000 亿～3000 亿美元。

现在我们看到，国务院 10 项振兴经济的政策一出台，实际上将涉及 4 万多亿元的资本规模，而考虑对国内外资本的带动效应，未来更是不可估量。清华大学李稻葵教授指出，即便按最保守的 1.2 倍乘数效应计算，即便今后两年中国的贸易顺差完全消失，该刺激方案每年也可拉动经济增长 8.4% 左右。

正是因此，笔者在一个多月前曾经说过：1800 点可能会是上海股市阶段性的底部。没有想到，不久就破了。笔者没有觉得是自己错了，因为笔者知道它会很快回来的。笔者也不感到震惊，因为笔者知道，股市价格本来就是“群体非理性的产物”。虽然一切还没有好转，但是市场已经反映出来了，那么恐慌是不必的。笔者不是死多头，笔者也看过空，持续而强烈地看空过，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为当时就预见了现在的多数困境。但是，当股市进入2000点以下的时候，笔者不看空了。当股市下降到1800点，笔者看多了。笔者多次呼吁大家不要盲目悲观，要从长远看问题，不要轻易放弃已经具备绝对投资价值的股票资产。为什么呢？笔者所强调的是要围绕“价格”思考和决策，省得误入歧途。因为笔者一直坚信**“价格是市场经济决策的核心依据”**。

对于美国的危机和经济危机，深究已经没有太多实际意义。那是美国透支美元信用、滥用国际铸币权的必然报应。美国人民固然值得同情，但是，源自国家错误导向的过度消费，是不值得同情的。危机之后，世界应该有进步，例如中国必须要适度增加消费和减少外需，而美国则必须要振兴实体经济并同时减少投资的杠杆和消费的透支。相比之下，中国可以主动改变，而且人民受益，政治压力也不大。可是美国和美国人，则要付出更多的痛苦。你如果相信世界最终应该是进步的，就应该相信美国的改变是应该的，也是必然的。欧洲和发展中国家已经遭受洗礼，会变得更加聪明，美国一意孤行恐怕是越来越难的了。所以美国的困境可能会比较长期，日子也会相对艰难，这是合理的，但这绝不能构成中国悲观的理由。中国目前的政策已经明朗化，而成功转型只是时间的问题。中国的资本市场也已经意识到了这个积极转变，不应该长期笼罩在美国的阴影中。中国政府在本轮危机前后已深刻地体会了资本市场的作用，稳定将是未来压倒一切的主基调。刻意做空的人要小心，不要逼迫中央政府祭出两个足以令任何国内外空头致命的杀手锏：平准基金和港股直通车。

中国是不是未来的龙头，判断的标准是经济实力和政策取向，“专家”的判断见仁见智，都不值得迷信，也只有未来的现实将作出最有说服力的回答。中国政府“先把自己的事情办好”的表态很务实，中国的国有化主导以及半计划半市场色彩，能够确保中国度过危机、达到目标。

就资本市场而言，固然也不可忽视存在的一些问题，但个人觉得，要动态地看、乐观地看。2008年以来，大家发现，各方面的变化都比较快，政策的改变也最终如愿。令人遗憾的是，经过业内专家长时间地集体呼吁，资本市场的根本制度变革却始终没能有效进行。实际上，制度缺陷也能够提供重大机遇，前提是相信这些弊端和缺陷会在未来得到治理和完善。金融市场的规律在于在悲观和价格达到极致的时候，就会酝酿新一轮高潮。至于未来究竟发生什么，实际上会超越绝大多数人的研究和预测能力。例如股指期货，现在看来，监管部门也异常谨慎了。但是，从市场的规律和目前市场的利害

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关系看，它的推出是早晚的事情。股指期货推出，会带动更多资本进入股市并有效减除原始法人股的压力。又例如，未来中国资本市场的开放程度一定是扩大的趋势，届时会有多少外资加盟其中，这个任何人都很难推算。总之，中国资本市场逐步趋于活跃，这是必然的，否则就是改革失败，就会不适应未来的经济发展。**未来的 10 年、20 年，应该是诞生中国巴菲特的黄金年华（可能需要在一级和二级市场共同投资）——尽管他们在 2008 年遭受了重创，但是，资本市场是有规律可循的。**

（2008－11－11）



中国股市有能力领涨全球

你能发现，香港市场的投资者其实很难做，他们必须两边看，很矛盾。一方面是港元与美元实行联系汇率，他们必须主要看美国，而美国是最大的重灾区，衰退迹象十分突出；另一方面，香港的母体是中国，而中国是最大、最有潜力的发展中大国，甚至有望超越美国而成为拉动世界经济增长的最强力量。中美两个大国角力，香港就像夹在中间的“小家伙”，今天看看这个，明天看看那个，心态当然是不希望对自己造成伤害，也不希望中美有任何破裂的可能。由此，香港市场未来的矛盾心态会更加突出。

美国股市近日大涨 6.6%，香港怎么样？大幅度下行 5%。看来香港还是习惯于跟随美国的金融气候——尽管最近的反弹超越 A 股很多。

未来的趋势是什么，是中国的投资者可能会逐步变得从容起来，首先“去香港影响”，其次逐步“去美国影响”。原因是经过这次危机，世界各国的家底都已经充分暴露，而唯一中国是最扎实、最有潜力的。中国强大的经济基础和发展势头应该会给 A 股投资者更多的自信，表现在市场上就是更少或者不再受到西方市场的左右。支持这一变化的根本基础将是国内市场能够吸引更多的国际资本流入。现在看，经济发展势头以及外资的倾向，都支持这个趋势的发生。不过，还需要中国资本市场的制度不断国际化，以逐步消除中国市场存在的弊端，打消投资者的信用顾虑。金融兴衰，制度定调。中国资本市场若要想创造美国资本市场的辉煌，制度的差距其实还很大。我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要把这个看做发展空间。当然这是乐观的想法，有些问题的改善需要拭目以待。不过根据发展规律，中国会被倒逼改革，总会有足以影响中国资本市场的关键人物最终出场，给中国的资本市场补插这个制度的翅膀。

笔者曾经讲过，2009 年中国股市有可能正式进入繁荣周期。很多投资者也在问其具体含义。现在做个进一步的解释。首先，“罕见的繁荣周期”的真意是什么？是我国股市走牛时间最长的周期，有可能与美国的“10 年牛市”相媲美。其间将在中外资本推动下保持稳定上升的主基调，机会很多。至于具体点位，不做预测。第二，为什么说要过几个月才“正式”进入繁荣周期，这是对当前经济仍然存在不稳定因素以及投资信心不足甚至出现短期休克的考量。因此，我判断后面几个月股指应在 2500 点以下的低位徘徊、震荡。但是，持续大幅走强，还不现实。几个月后，也就是 2009 年春季，大家会对未来的发展趋势达成比较乐观的共识，恰逢资金面最充裕的时节，大行情发动的基础也具备了。这一上去，很可能就是数年不见回头了，所以是正式进入繁荣周期。综上所述，虽然有不少数据和理念的支撑，但是也不乏个人推测的成分，所以仅供大家参考。

2000 点近在咫尺，个人觉得大盘还是走得快了些。本来是好事，但是要提防风险。什么风险？股价上升过快就是风险——几个龙头个股接近翻番。其次，就目前的境况看，经济层面还存在随时爆出一些负面因素的可能——例如业绩下降、突报亏损、大小非减持、年底资金回笼压力等，因此短期也应该注意落袋为安。还有就是周末 G20 金融峰会。个人觉得，期望就此诞生什么重大利好似乎不太现实。第一是各国已经做得很多了，有些国家几乎倾尽了全力——为抗击本次金融风暴，全球各国共计投入了 9.4 万亿美元，相当于世界总产值的 15%，此后更多的任务似乎应该是被动等待投资者心态的转变。第二，这是一个危机发源地、一个正在衰落的帝国所组织的国际会议，在目前矛盾重重的时刻，美国所要达成的目标与其他国家存在分歧。世界各国对美国的怨恨是实实在在的，在此次会议上能表现出多少来，不确定。确定的是，在这样的环境下很难达成具有长远重大影响的共识和举措。

如果中国股市立志将从此特立独行，那么，前行的路就应该走扎实；过度悲观的情绪已经有所转变，但是，也要防止另外一种急躁冒进的不成熟。市场主力如果意在长远，也需要审时度势、步步为营。从技术上看，1800 点这个重要点位，应该还是需要回踩确认的——或主动或被动。

（2008－11－14）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



坚持“封山育林”投资策略

股票投资最要紧的无非是三件事情，第一是择时，第二是选股，第三是操作。为什么择时要排在第一位呢？是因为股市整体有上升、下降和盘整三个基本状态，或者说强势、弱势和平衡市三个状态。这当然首先须要判断清楚，才能提高胜算率和盈亏比。选股放在第二位，是因为无论什么样的市场，决定成败的终究是你所选择的那个具体的投资载体，看它是否会最终强于市场，所以这是个关键。如果没有搞清楚市场的趋势和整体状态，具体的目标选择是十分困难的，或者出错的概率很大。最后才是操作，这不代表操作不重要，尤其对波段专家和短线高手而言，更是如此。

择时和选股，应该是比较容易提高的，或者说是下工夫就可以磨炼出来的，甚至，可以更多参考专业机构的意见。最难把握的可能就是操作层面的技巧，因为具体的操作（买卖）策略受到太多因素的干扰，其中最为主要的恐怕就是操作者的个人禀性、资金状况以及每个个体不同时期变化多端的复杂心态等等。考察发现，操作问题是导致投资失误和烦恼最多的问题。即使生逢诸如2006～2007年的大牛市，也有很多投资者为了来来回回的操作问题而烦恼不已。最典型的表现当然就是追涨杀跌，其次是仓位管理，弄不好的话，结果经常是落个“赔本赚吆喝”。

中国股市，中线是金、长线是银，而短线是铁，或者连铁都不如！出货要到什么时候呢？一般是遵循右侧交易规则。无论如何，笔者一向是反对短线交易的。过去在大学里教书时，曾多次跟学生说：无数投资人已经用他们宝贵的资本、时间和精力作出了验证，那就是，天下最难做的就是短线交易。并非说任何人的短线交易都不能创造超越市场的利润，而是对于绝大多数投资者而言，短线交易难度太大、门槛太高——包括技术判断力以及时间、精力等因素。所以，无论做证券还是期货，都应该尽量避免频繁交易，必须摒弃短线交易及其尝试。笔者认为这是一个很基本的专业素养。短线交易的弊端太多，最主要的就是，频繁的短线交易能把清楚的人也都给做糊涂了。这是最浪费精力、浪费感情、浪费资本的交易模式。中线交易可以减少失误率，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时也可避免频繁交易自身难以克服的随意性。

当然，资本市场特有的浮躁心态，加之恐惧和贪婪的轮流侵袭，普通投资者很难避免频繁交易及其恶果。怎么办呢？笔者想起一个朋友在2007年牛市中的前后策略变化。他开始做得不错，买到的股票也有上涨，但只要出现了一两根稍微像样的阳线，他就开始紧张，思虑着“落袋为安”，结果出来就进不去了，又只好再费九牛二虎之力研究换股操作。可是这个时候，别的股还在继续上涨，交易十分频繁，不过收获甚微。于是他越来越急躁，于是就越来越追涨杀跌。结果总是在买进“快股”以后“被套”或者“被蹲”，而卖出的股票呢，在此期间却返身向上了。最后，这个朋友感觉越来越累，精神几乎崩溃。那天晚上，我们在一起聊了很晚。后来，笔者告诉他一个词叫做“封山育林”。其内涵，大家一看就明白了。可喜的是，他从此照办，不再频繁换股。他在2007年3月份买进了一个低价股，一直持有了两个多月，时间不很长但翻了两番，自此奠定了胜局。

在资本市场，赚钱的人不辛苦，辛苦的人不赚钱。记得一个很成功的操盘手也说过：我按照既定策略办事，只要交易发生了，我就不再轻易动摇，我坐着，一动不动地坐着，等待利润扩大。他说：我的利润都是“坐”出来的，不是“做”出来的。

国家发改委已在着手从分配体制改革入手扩大居民收入、提升消费能力，甚至包括研究向证券市场直接注入资金。具体落实当然有个过程，但是，举全国之力振兴经济的态势很明朗。

总之，现在的市场恐怕也正是需要“封山育林”的时节——大市回暖，行情持续升温的可能性在明显增加。那么，选择好一个价值低估、底部放量但没有显著拉升的潜力股，耐心等待，或许才是最佳策略。真正的好股，也会有震荡洗仓，但最终会涨到出乎你的想象，只有“封山育林”能帮助你做足行情。另外，行情持续的一个前提就是热点轮换，到整个行情结束前，如果不是很差的板块，基本都能取得平均收益。频繁地操作，对多数人来说，没有什么实际意义。

(2008－11－24)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



经济环境在转暖 人间正道是沧桑

经济环境在发生着向好的微妙转变，但是动荡的市场不会一下子恢复元气，不禁想起那句话："人间正道是沧桑。"

这里对近期的热点做个概要的分析。

（一）关于欧美股市暴跌

由于经济数据显示全球经济前景黯淡，投资者对全球经济衰退感到忧虑，1日纽约股市三大股指出现暴跌，道琼斯指数下跌超过670点，标普和纳斯达克下跌近9%。同时，欧洲主要股市当天也纷纷大幅下挫。伦敦股市《金融时报》100种股票平均价格指数下跌5.19%，收于4065.49点。法兰克福股市DAX指数下跌5.88%，收于4394.79点。巴黎股市CAC 40指数下跌5.59%，收于3080.43点。

欧美股市的暴跌源于其经济数据走淡，这原在预料之中。中国股市的投资者是盲目跟跌，还是以我国经济数据预期为准？这是投资的原则问题，显然后者是更为理性的。何况，美国股市至今的跌幅都不如中国大，加之最近的大幅反弹，中国也没有跟上。那么，现在美国股市的下跌，会成为空头嚣张和多头败退的理由吗？

相反，国际市场的动荡值得引起高层重视，如果中国真的有信心，就要及时稳定内地和香港的资本市场。当很多国企股票的市场价格跌破发行价，实际上，已经具备了收购价值。中国不救市，相当于就是又在海外低价发行了一次，便宜的还是外国人，国内多数投资者只能望洋兴叹！

与其外储投资屡屡失误，为什么不能去买港股？

（二）关于原油价格暴跌

原油价格暴跌，再次达到50美元以下。不少权威机构预测，本轮原油价格可能下调到35～40美元/桶。中国和美国的原油对外依赖性都比较高，达到60%左右，原油价格下降对于中国和美国的未来以及中国经济的短期恢复，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无疑都是好事情。中国的资本市场应该理性反映这一变化。

（三）关于低通胀环境

据国家发改委网站公布消息称，国家发展改革委员会宣布，根据《价格法》第32条规定，自12月1日起解除年初对成品粮及粮食制品、食用植物油、猪肉和牛羊肉及其制品、乳品、鸡蛋等食品类商品的临时价格干预措施，停止对相关商品的提价申报和调价备案工作，由经营者自主定价。

中国和美国的CPI数据也表明，物价正在进入一个可能还要持续较长时间的下降通道内。高通胀压力的解除以及低通胀时代的来临，对于经济恢复增长是非常难得的。资本市场对此作何理解呢？还是那句话，很多人过分悲观了。

（四）关于人民币贬值

央行数据显示，受人民币中间价大幅调低影响，12月1日人民币兑美元汇率中间价报6.8505元，系8月来最低水平，较前一交易日大幅走低156个基点，创汇改以来最大单日跌幅。

人民币贬值，是中国利率持续下调的必然结果，是货币政策转向促进中国经济增长的必要之选，无论对实体经济还是对资本市场，这都可以算作利好。个人认为，贬值是暂时的，幅度也不会很大。央行应该会在人民币贬值幅度方面把握好火候——既有利于出口企业的恢复，又不至于造成外资的集中回撤。实际上，由于中国经济的发展潜力以及国际社会的压力，人民币的贬值之路，注定不会走很远。另外，中国2万亿美元的外汇储备，是世界上最能对付外资撤离的国家，没有什么好担心的。

（五）关于房地产销售回升

据报道：深圳市国土房管局公布的最新数据显示，近期新房签约量大幅攀升，11月一手住宅总成交6435套，日均成交215套，创年内新高，较上月增长90%。而北京、上海、广州也呈现与深圳相似的走势，交易量不同程度回升。

这是一个实实在在的好消息。笔者前期的一个观点就是，货币政策走向宽松的一个最直接的效应就是缩短我国房地产市场的调整周期，包括价格的下降幅度也会受到抑制。个人也认为，深圳作为本轮房价下跌的领头羊，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

30%以上的下降幅度以及11000～12000元/平方米的价格，已经没有太多的下降空间了。现在看，市场在出现预料中的积极变化。房地产市场的这一变化，是目前最重要的经济数据！

（六）关于经济学家倡议股市改革

十名经济学家联名倡议股市改革，文章酝酿已久，而且内容见诸报端，我们看到市场及社会舆论的反应比较积极。而实际上，人们更期待政府对此的反应。中国证监会没有对此予以置评。据媒体报道说，这篇报告居然还没有正式报送证监会。故而，情有可原。不过，这在一定意义上也暴露出了当今的证券监管部门与学界存在分歧和疏离。这不非好现象。

无论如何，既然已经见报，经济学家的观点也就为社会所知，包括监管部门，也包括政府的更高层。因此，笔者还是觉得，会得到应有的重视。最主要的是，历史将对此加以评说。

变数在增加，环境很复杂，中国的事情变得十分微妙。取胜之道究竟在哪里？个人觉得，在于政府不断地与日俱新上。2008年以来的重大财经决策，亏损之大、判断之错，亟须高层重视并分析系统原因，要尽快有所行动，否则，中国再大的家业，这样折腾下去，很快就也顶不住的！

对资本市场来说，没有理由盲目悲观，也没有理由盲目乐观，一切都决定于未来的决策和形势的发展，我们要善于把握主流、静观其变。市场的觉醒有个过程，不能大家看法都一致，否则行情还怎么做？孰对孰错，市场会作出评价的。

（2008－12－02）

多头宣言：为了共同的未来而战斗

纵览一年来的中国金融投资，包括铁矿石和原油等，再反观中国股市、楼市的剧烈波动，以及现货商品经营者们的大起大落和沉沉浮浮，包括基金在6000点的激进和疯狂以及在2000点以下的消极和恐慌。也许只能说，国人的总体投资水平还略显稚嫩。笔者相信，把这一年里所有的投资失误都审

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

视一遍之后，就很容易变得宽容起来了。这可能就是历史的宿命，是新兴国家无法超越的阶段。这或许与道德水平根本无关。

一个月前，笔者曾经在《2009年A股价值中枢3000点为轴》① 一文中写到："笔者谨慎地认为，始自2007年10月16日的6124点的股市大调整已经宣告顺利完成，2008年10月28日的1664.93点应该就是本轮调整的市场底兼政策底……苦难的2008就要过去了，接下来，很可能就是股市投资的黄金季节。"

现在看来，这个判断是正确的。市场已经走出逐波上扬的雏形了，这就是市场和市场的力量。当然，这期间经济和股市的利好接踵而至，也起到了关键作用。笔者对政策走向也有过多次预测。至今看，中央采取的措施都是很果断、很英明，也必将被证明是很有效的。在这样的乐观思想支持下，笔者甚至一直以来把在低位抛售的大小非们也看做市场的利好因素——低位抛售越多，未来压力越小，而且，根据监管部门的看法，这些资本中的大多数还会再度进入二级市场的。有理由相信，这么差的决策者，一定会在更高的位置买回来。

现在的判断是，11月工业增加值虽然下降很快，但这很可能就是悲观的最低谷了。随着政策效应的积累以及市场价格的回稳，我们将看到更多乐观的迹象出现。困难是暂时的，明年经济仍能确保增长8%～9%，其他的问题不会对市场造成更大的冲击。想想6000点到4000点的过程吧，有多少机构和个人在熊市早期还在念念不忘"十年牛市"？如今也一样！

再过半个月就要进入2009年了。起初市场担心的年末重启IPO，也基本已经不可能了。只要进入新的一年，一个月内恢复IPO都不可能，因为所有拟上市公司的资料都必须重新核算和上报。考虑年报和一季报因素对市场的冲击，春节前都不可能恢复新股发行。如果没有其他利好措施配合，估计2009年第一季度都不可能单独恢复新股发行。新股发行的坚决暂停，固然有监管部门审时度势的功劳，也是不少专家积极呼吁的结果。总之，这是爱护市场人士的共同胜利。诚然，笔者也一直认为，2009年不可能再有2007年的大牛市了。然而，笔者也深信，市场已经没有机会再跌破1700点了。那些看到1300点的观点，其价值等同于6000点上看到8000点和10000点，最终将

---

① 2009年上证综指自1820点起步持续回升，最高达3478点，并长期徘徊在3000点上下400点的区域。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被市场淹没。

金融促进经济稳定的理念已经被国家最高决策层所认可，保障经济和股市稳定的进一步措施随时可能继续出台。为此，温家宝总理日前公开表示：“这些措施还没有完，我每天都在想，力度够不够，能不能够解决问题，因此我们必须还再考虑更直接、更有力、更有效果的拉动经济的措施。”他还说：“我相信，经过克服这次困难，不仅中国的经济还会继续保持持续稳定的增长，而且中国的经济水平还会迈上一个新的台阶。我们也会在这次应对金融和经济危机中，为我们的民族和祖国赢得尊严。”

作为中国国民，作为中国股民，你如何理解本国总理的话？不错，世界的确发生金融危机了，但是这个危机已经持续了约两年之久。世界也的确发生经济危机了，但是，未来将会告诉我们，生在中国，是我们这一代人无与伦比的幸运。中国的投资者们，请千万不要再自相残杀了！不要再听信那些“空头领袖们”的忽悠了！

让我们一起行动起来，为了我们共同的利益，为了我们更美好的未来，“为我们的民族和祖国赢得尊严”！

（2008－12－15）

基金不应不作为

政府一连串的稳定经济政策，加之真金白银的投入，以及国家有关部委对股市有关问题的表态——尤其是国资委对减持的绝对掌控以及发改委、社保、汇金、保监会等的大力支持，都表明，股市下跌是毫无道理的。胡锦涛总书记在中央庆祝改革开放30周年的报告上，提出最大限度激发全社会创造活力和发展活力，放手让一切劳动、知识、技术、管理、资本的活力竞相迸发，让一切创造社会财富的源泉充分涌流，其重大含义值得思考。

进入2009年，利率还要下降，税费改革有望很快跟进，企业及居民的负担将进一步降低，经济见底反弹的日子一定会提前。

对于出口、房地产和关系股市供求失衡的问题，实际上政府也已经做出了明确安排——例如新股发行暂停，就已经是很有魄力的政策了；例如短期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不遗余力地扩大基础建设以及长期扩大消费的刺激措施连续出台，这些都是应对出口增速下滑的最佳政策。至于房地产行业的情况，个人觉得大家不必一味悲观。一是因为利率急剧下降，对房价和房企一定是强有力的支持。二是政府对于房地产行业的专项救助，以及房地产的行业支柱地位决定了它不可能走向崩盘。甚至有些地区目前下降空间已经不大了。三是今后国家的政策任务就是实现消费转型，居民收入是持续看涨的，这对房地产企业是一个远期利好因素，不合理的房价收入比，从长远看，绝对不是单靠房价下跌实现的。四是中国土地资源绝对有限和城市化人口将持续增长的矛盾决定了房价下跌空间有限，尤其是一线城市。个人认为，作为代表性的深圳房价基本合理了，房市没有那么悲观。由此，笔者认为，目前质疑银行业前景也是缺乏依据的。“银行资产质量将因为房地产贷款而下降”的预期，脱离中国实际。

数据显示，截至2008年11月底，银行业金融机构资产总额达61.1万亿元，是改革开放之初的323倍。资产质量明显改善，2008年11月，银行业金融机构不良贷款余额和不良贷款率实现“双下降”，不良贷款余额1.56万亿元，比年初减少7734.19亿元；不良贷款率5.02%，同比下降3.56个百分点。赢利能力持续增强，2008年前11个月，银行业金融机构实现净利润6905.15亿元，同比增长39.5%。资本充足水平继续提高，截至2008年9月底，银行业金融机构核心资本充足率为6.95%，同比提高1.11个百分点。2003年只有8家银行的资本充足率达标，现在已增加到193家，占整个银行总资产的99.5%。

美国的金融危机，国内感知到并开始规模化研究是在2008年，可是次贷危机始于2006年。因为固守“连续三个季度才能确认衰退”理念，业内研究员们直到2008年10月才告诉你，说：美国经济衰退了。可是精明的美国高端机构早就知道，美国开始衰退的时间刚好是在一年前。也许过不了半年，人们还会告诉你：深圳房价在2008年年底就见底了，当时何其便宜！人们还会告诉你：中国股市在2000点以下是多好的历史机遇呢！

现在的问题是，谁在打压？谁在看空？凭什么？这个问题，现在不问，迟早要有人问。从深强沪弱格局以及基金重仓股的表现来看，公募基金最近表现不佳。

证券基金是居民储蓄流向证券市场的主要渠道，鉴于我国的储蓄资产异常庞大以及资本市场发展潜力巨大的客观事实，可以说，基金肩负着政府赋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

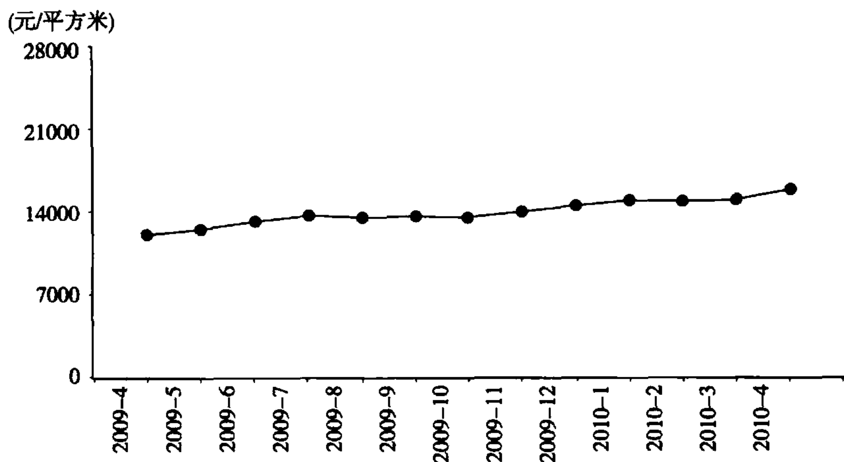


图 5－3　深圳房价走势图

资料来源：深圳房产网

予的神圣历史使命。在当前的市场条件和政策环境下，基金何去何从，笔者感到，是一个很说明问题的问题。即使只是从基金业的商业利益出发，基金最近的表现也不够理想。希望基金不会让各界继续失望。①

（2008－12－18）

金融资本集体认怂到几时

“怂”字何解？一说“惊惧”，一说“形容人不能干”，当然还有其他意思。

仔细捉摸，似乎前后的解释里面，还存在因果关系。例如“惊惧”，就有因惊而惧或先惊后惧的意思，否则，不是严重受惊，有什么好怕的？又因为“惊惧”了，所以才会“将乍往而未半，怵悼栗而怂兢”，因此就有了“人不能干”的最终评价。

为什么突然想到这个字呢？是因为近日一直在为当今的中国金融资本寻

① 事实证明，基金在2009年表现一般。2010年以来，公募基金也缺乏表现，业绩未尽如人意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

找一个合适的形容词。反复思忖2008年里中国金融投资乃至商品市场的种种，得出一个结论：中国金融资本，送它一个“怂”字最贴切。

众所周知，金融危机始于美国，而且美国又因为多年的金融放纵使得实体经济冰冻三尺；加之政府内外都过度举债和民众过度透支，致使原有发展模式难以为继，而目前的救助手段也似乎黔驴技穷；以至于包括俄罗斯等许多国家都在公开讨论美国的破产问题。仅此三点，如果用某些人惯用于中国资本市场的逻辑标准，那么美国的股市应该跌到何种境地呢？事实上，我们看到，美国股市最多也就跌了40%。而中国股市的最大跌幅居然是73%。即便如此，居然还有人高喊不够，非要跌到1000点！许多机构于是真的就被吓住了，认怂了。如此荒谬的看空，也能大行其道，根源何在？笔者认为，很大程度上，就是因为金融资本对此前屡屡失算和遭受惨重损失的“惊惧”，似乎成了“惊弓之鸟”。

在2008年最后的一个月里，中国金融资本的“怂”达到了登峰造极的程度。屡次上冲2000点以上，都未能修成正果。最后几乎是以八连阴自毁长城，年终最后一天，竟然收在了1800点关口。忍不住想说：这几乎是中国金融资本的集体耻辱！

对比中国香港、美国和欧洲的股市，不得不承认中国股市2000点下上尚无行情，是金融资本集体认怂：这两天美国股市和中国香港股市开门飘红，新年第一个交易日，香港市场大涨655点，美国股市也重新占上了9000点大关。象征经济前景的国际原油价格指数，也在年底前见到40美元以后，连续大幅走强。

唯独中国股市至阴至弱！若非一个“怂”字，又能如何解释呢？

个人分析认为，中国应该是领涨全球的。若不能领涨，尚且可以接受。若领跌到至阴至弱的程度，说它个“怂”，还不应该吗？再看看那些基金在2008年最后一个交易日的表现吧，虽然诸如中国平安和中国人寿都已经低于港股很多了，但却没有一个基金敢于拉升自己股票的！

何以导致中国成为最缺乏信心的一个了呢？个人觉得，就是因为中国经济和金融发展的历史阶段，使得我们在2008年全球金融的超级波动中，未能幸免，也无法幸免。相反，中国股市连同中国当年几乎全部的涉外重大投资，都遭受了本来不应有的巨大损失。这一切，是失误也好，是必然也罢。总之，这些“出师未捷身先死”的金融资本遭遇，反过来又极大地伤害了市场的信心和国人的雄风。所以才有1.6高位增持欧元、40美元以下不敢买原油、股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

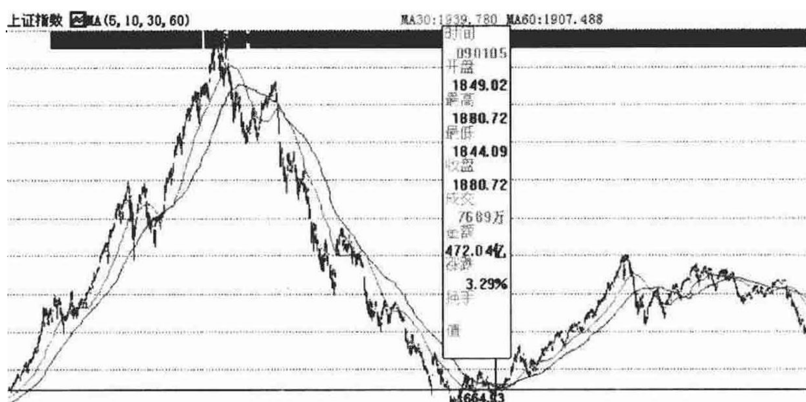


图 5－4 上证指数走势

资料来源：中国金融投资行情系统 方正证券

市到底了却又告别原来无知无畏的大气魄而变得缩手缩脚的一系列恶性循环。金融市场的这种恶性循环和信心缺失，又进一步蔓延到了实体经济领域，于是所有的问题就如同雪上加霜了。所以，笔者一直认为，中国经济界超乎想象的信心剧挫，其根本原因之一，就在于中国金融界和资本市场仍然很不成熟。假作真时真亦假，别人的灾难，最终演变成了中国的灾难。

假期听到一个关于大蒜市场的真实故事，十分痛心。概括起来是这样：现在很多在低位购进大蒜的经销商，他们屯存的大蒜，其价值已经不如冷库费高了，以至于不得不拒付库存费，同时忍痛放弃其成千上万吨的大蒜所有权。笔者两个在家乡从事经营的老乡，据说是在大蒜价格为 1 毛多钱 1 斤的时候买进的，居然也赔了血本，那些高位进货的就更加不必说了。农民们呢？他们恐怕同样损失惨重。不得不感叹，经济危机真是无孔不入；不得不感叹，市场在人性劣根的驱使下真的会达到无以复加的非理性程度。大蒜这个不起眼的产品，其市场本质与股市及世界大宗商品市场，竟然毫无二致。① 只不过我怀疑，世界大宗商品和中国股市的剧烈波动，多多少少导致了大蒜市场的冰火两重天。正像笔者给太平洋证券 2007 年底的策略报告集所起的名称一样——“2008 年，冰与火的洗礼”。

由此，笔者也更加坚定了自己把一切市场视为非理性产物的理念。所以

① 2009～2010 年，中国大蒜遭遇爆炒，1 年间价格飙升 15 倍，“疯狂的大蒜”一时受到境内外关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也推崇：经营与资本高手都必须在关键时刻反其道而行，才能最终修成正果。而作为政府，必须履行值夜人的责任。

在这个大蒜的故事里，笔者还深刻地懂得了什么叫做“冻伤”——需求突然逆转几竟消失！它与“烫伤”一样，还会致人死命。

不过话说回来，你不觉得市场达到这个地步，已经很过分了吗？夫复何加呢？

中国政府救经济的政策来得及时而猛烈，是必要的明智之举、英明之断。在纷纭复杂的现实和眩人耳目的各类主义面前，从来都是务实主义取胜。现在什么算务实？就是不要造成严重的生产浪费，就是要及时恢复信心，启动消费和恢复生产力。就大蒜市场而言，不能让仓库的主人都崩溃，经济救助如果能够满库看似没有人需要的大蒜不至于真的烂掉或扔掉，那才是成功的，否则，就演变成真的社会经济灾难了——之前只是财富的流转和重新分配，财富没有灭失。相比之下，股票资产的“保值期”要长得多，理论上甚至可以达到永久，所以，股市更不应该恐慌。而且，大蒜还有高得离谱的持有成本，股票资产的成本相对低廉，所以更适合提倡长线投资理念——如果你确信繁荣再现。

经过长期的权衡、研究和观察，笔者谨慎地以为，中国的繁荣再现，目前看来，几乎没有任何问题，从全年来看，即使只有8%～9%的增长率，但是经济的增长质量会更坚实，经济结构也会更加均衡。目前中国的经济基础和最新政策措施，也都是十分到位的。尽管前期货币政策曾经失误以及政府在某些市场措施方面确曾有过失信记录，但是，此一时彼一时也。个人觉得，目前政府对社会、经济、金融和市场等问题的重视程度和政策的调整，都是史无前例的，不但能够对症下药、及时治理，而且能够兼顾眼前和长远。相信就连全球最挑剔的经济学家，目前都很难找到中国经济政策的不当之处。所以，笔者保守地说，尽管繁荣再现需要几个月的时间加以确认，但是，至少从政策、市场和信心层面，都不应该更加困难了。如果说看不见尽头的悲观可以使得市场崩溃的话，那么，看得见的繁荣再现应该像黑夜迎来的一缕曙光，值得大家坚持。

大家都知道一句话，叫做：“兵怂怂一个，将怂怂一窝。”中国金融资本已经“怂”过了2008年，2009年委实不能再怂下去了。如果再怂出个“股市新低”来，或者最终把国外优质资产都拱手他国资本了，那就不仅仅是自讨苦吃，而是要连累整个中国了。好在，中国还有产业资本，在《并购烽火燃旺资本激

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情》一文里，笔者已经论述了未来产业资本有望主导资本市场的道理。

值得声明的是，这里所说的中国金融资本，不包括银行业，因为它们尚且没有投资功能。节日期间温总理在山东考察时的讲话，是对中国金融业的精确概括。事实上，中国的流动性一直就不是问题，问题在于信心。近年来，中国的银行资产也是稳定增长的，这个根本毋庸置疑。

实际上，尽管有些缺陷，现在的中国股市，其规模已经非同昔比，股市是国家和国民的重要财库，需要共同爱惜。股市乃信心经济，关于信心的建立，笔者觉得政府的努力固然值得肯定，但金融资本如何理解和处置，是个关键。就近期信心有待恢复的阶段来说，不适合发行新股，不适合推出创业板。股指期货倒是可以考虑。

终于到了2009年，祝愿所有的人都能“面对大海，春暖花开”。

(2009－01－03)

如何看待外资抛售中国银行股

继瑞银、美银抛售中行、建行H股后，中行另一海外战略投资者——苏格兰皇家银行集团（以下简称“RBS”）宣布，全部抛售所持中国银行股份，套现近23.7亿美元。此次苏格兰皇家银行所持中国银行4.26%的股份全部向机构投资者出售，价格仅为每股1.68～1.71港元，比中国银行1月13日H股收盘价1.85港元低了7.6%～9.1%。接下来还能够沽售中国银行的大股东所持股权只占2%。今后银行股是否还会面临来自淡马锡或者亚洲开发银行的第三次抛售，是个未知数。另外，汇丰银行共持有交通银行93.12亿股，占比19.15%，是交通银行的第二大股东，市场近期开始怀疑汇丰银行是否也会跟进减持。

中国银行业总资产已经达到了60万亿元；2008年12月中国银行业的人民币贷款增速接近19%，2009年增速还有提高的余地，银行业业绩增长率仍有望超过GDP增速。虽然赢利增速在下降，但这与境外银行资金来源匮乏、亏损累累的状况，简直不可同日而语。随着近年我国银行业的高增长，银行业资产质量和各项指标均在不断改善，处于近年最好水平。多数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行在不良资产率低位运行的同时，银行业资产拨备覆盖率不断提高——银监会要求大银行拨备覆盖率提高至130%，国内主要商业银行正在接近这个目标。更为重要的是，随着银行业的改革不断深入以及我国金融市场的持续发展，银行业收入的多元化是一个大势所趋，息差收入外的其他中间业务收入将呈现不断增长的趋势，成为中国银行业未来不可忽视的新亮点。至于房地产贷款，包括开发商和按揭，加起来18%左右，占比不算很高。况且，刚性需求的增长、宽松的货币政策、未来全民收入增加趋势以及我国房地产专项扶持政策，决定了中国的房地产根本不可能严重恶化，更不会严重冲击银行业稳定。

对于近期外资集中抛售中国银行股，个人以为，他们集体在犯三个错误：①对中国银行的资产结构和业务状况不够了解，简单用境外银行股风险衡量中国银行；②中国银行股的外资股东后院起火，内部流动性紧张，尚未意识到自己无法摆脱“惊悸”的非理性；③外资股东的群体自恋及羊群效应，殊不知，中国银行的股权结构是国有股“一股独大”，而不似国外股权结构十分分散，所以，他们持有和抛售的股票对中国的银行简直就是九牛一毛。何况有抛盘就有接盘。总之，无论别有用心也好，还是解禁套利也好，都注定只能是蚍蜉撼树，正所谓“小蚯蚓翻不起大浪头”。这再次说明，外资金融的眼界和韬略也不过如此！

这也不是说中国就可以因此坐视不管，相反，银行自身要警醒，要严防风险，增创新的利润点；其次，外汇储备不可错失良机，要快速而坚决地在香港买进中资银行股，既可稳定市场又可长期获利，可谓一石二鸟，攘外安内，从此增我国威、壮我士气，挽救中国金融资本和外汇储备在金融投资和管理方面的全面被动，政治意义十分突出。

(2009－01－18)

大视野造就大行情

事实证明，从2008年10月底的1664点开始，中国股市逆国际危机和国内基本面的一些坏消息而持续走强，令很多人百思不得其解。尽管股指的总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体涨幅不是很大，然多数投资人收获颇丰，竟把这几个月称为最赚钱的黄金时节。很荣幸，按照笔者在2008年11月24日所写的《又到"封山育林"时》而安心持有股票的，至今都小有收获。在2008年11月，敢于进入股市，那都是高手。

在此基础上，一直以为，近期的行情只是处于盘底和蓄势阶段，不必着急，因为很有必要——牛市总是起于扎实的底部。不过，经过最近的折腾，很多人又开始怀疑市场的未来了。所以近日再度潜心研究、综合分析，仍感其实不必悲观。

关于中国的基本面笔者早在上年年底就反复讲：危机是别人的，对我国有影响但不会有大问题，财政和经济基础都很雄厚、稳固，市场和政策空间很足，中国不会脱离快速发展轨道，总体看对中国是机会。现在就更加不必多说了，越到后来越是好转。

目前股市以及大家的信心仍然受制于美国——这个几乎令人心碎的国家，它的股市还在"跌跌"不休。其实，正如中国上年10月到11月的股市——加速赶底，此后定将缓慢爬升。

支持美国市场即将见底的最有力的数据是在美国金融市场占有特殊地位的花旗银行：目前已经跌破1美元，2007年总市值2700亿美元，而今总共才62亿美元。什么原因如此暴跌呢？是巨亏和恐慌！然而，大家都知道，银行的资产和利润是天下最容易操纵的。也许并非主观故意，但或许多少反映了美国金融界与奥巴马总统的对抗，有些情绪因素在作怪。悲观与对抗情绪一旦扭转，不少银行和企业的计提损失会快速冲回。

花旗银行跌破1美元！凌晨听到这个消息时，真的感到无比酸楚，半天说不出话来——虽然从来没有直接的利益关系，但当一个你曾经仰望的英雄和巨人倒下时，你还能有什么样的感受呢？当原油价格超越140美元的时候，相信不少人对资本主义心怀诅咒，但当花旗跌破1美元的时候，即便局外人都不得不怀疑：市场对于美国的报复是否已经过头了呢？花旗每股1美元，总价值62亿美元，这是一个什么价格？是中国很多国企都可以收购得起的价格。遗憾的是，事实将会证明，美国不会给任何外资收购花旗的机会！这个价格也不会长期维持下去。那么，花旗这个标杆告诉我们：美国股市已经接近中长期底部了！

其实，美国股市即便再继续非理性下跌又如何呢？中国股市最终决定于中国的基本面，而不是美国。应该说，目前的香港股市起到了很不好的联动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作用，但是，从长远看，香港市场的未来还看中国而不是美国，港币的贬值就是这一趋势的说明，更何况，香港市场的整体估值水平也已经足够得低了。

国内股市不会连续大涨，原也正常。不过，有必要认识到，未来中国股市行情最值得期待。

谢国忠说过：全世界都认为中国有当家做主的本钱了，可中国还是顽固地习惯当丫鬟。这句话太精彩了，我后悔自己才艺不精，没有说到谢国忠的前面。

正值两会，当资本市场的高级官员敢于在看似悲观低迷的市道下大谈恢复 IPO 的时候，应该明白，股市跌不下去了！后面会有你不了解的东西把股市撑起来。什么东西呢？国家队是托底的，谁敢砸破 2000 点，央企国企都会出来兜底。究竟是哪些因素主导，当然现在还看不很清楚。不过，从理论上讲，都脱离不了流动性充裕所决定的格局。这个超级流动性足以破解困扰中国投资者的“大小非魔咒”，其实只有未来才能证明，平准基金和大小非改革并非必不可少！不必迷信“大小非”。

事实上，中国的现状已赋予中国股市多个义不容辞的神圣使命：中国股市是过量储蓄从银行走向实业和消费的必经之路，中国股市是当今中国乃至世界信心的最高象征，是中国未来经济成功转型并提升国际竞争力的重要保障。曾经十教授的救市倡议书，虽未能起到立竿见影的效果，但其大义显然是深入民心，深入官心了。接下来的市场格局，不能以常理推测，更不可以等闲视之，而须用更广阔的视角和更深远的意义来看待。笔者以为，接下来的中国股市，各路资本终将相继觉醒并最终奏响图强谋变并振奋世界的交响乐！中国有这个实力，有这个资本，也有这个必要。这就是为什么温总理说自己每天必看股市的深刻内涵，不是总理个人有所期待，而是中国的未来有所期待，中国的未来渴望着当代资本能够留给后世一个骄傲，而不是屈辱和自甘堕落。

当今中国的投资者，如果至今还看不透史无前例的全球流动性所主导的未来，那显然是不应该的。若至今还看不到中国在世界的崭新定位以及未来全球资本对中国资产和机遇的青睐和角逐，那更是枉费今生的天赐良机！

至于农产品市场，依然是全球少有的投资洼地，最看好。中国夏粮减产只是一个契机，价值回归才是背后的根本驱动力。目前农产品市场的低迷，不过暂时受制于美元的上涨而已，暂时处于市场的不应期，恰是机会所在。美元上涨有前途吗？笔者的答案依然是否定的，至多 92 点，中长期的顶部等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在那里。美国的基本面决定，美元的这轮上涨只是对欧元等资产的回避引发的，是无奈的次选甚至是应急配置的下策。当美国注定将被迫黯然克制其对世界主导力的时候，我们有什么理由持续看好美元即将落幕又类似告别演出的虚旺行情呢？所以，美元的上涨只能是暂时的，这符合理性回归的当今时代特色。中期来看，继续做多美元违背常理，投资风险很大。最近恐怕就有回落的可能，即使上涨，也不值得参与和鼓吹。

（2009－03－07）

牛市不是吹出来的——重点说说农产品

美国财政部部长盖特纳宣布了一项收购“有毒资产”计划，美国股市三大股指因此大涨超过6%。根据该计划，美国财政部将联合美国联邦储备委员会、联邦储蓄保险公司，以及私人投资者一起购买总值高达一万亿美元的银行“有毒资产”。境外股市纷纷上涨，根源在于过度下跌和美元泛滥。

很高兴还听到奥巴马总统说：由于信息高度发达，金融危机向实体经济的传导比以往都快，因此预计，经济恢复的速度也将很快。这话咱以前在很多场合也说过：认识后势必须要清楚这样一个现实，即，信息的高度发达促使投资时钟加快，所以危机来得很猛很快，同时，危机去得也会很快，至少快于以往的危机。对于股市，则有个提前超跌和提前见底的过程。这提醒我们继续思考世界金融危机的一个难解之谜：这么多的救市资金到底都去了哪里？这么多人亏了，谁赚了？他们手里的钱，未来会做什么呢？

带着这个思路，咱们要尝试分析一下未来的问题。

第一，关于如何认识美元的问题。美国被迫挑战信用底线而印钞救市，其实是一条很艰辛的路。关键是美国实体经济复苏之路注定很漫长。现在的金融市场繁荣，是美国政府在用激进的政策逼迫市场和机构资金被迫出手，是美国政治精英急于终结信贷紧缩及解决眼前危机的铤而走险，在政治压力和市场过度反应面前，未必一定能走多远，所以要辩证地看，不要低估美国的智商，要对美元和世界市场保持警惕。

第二，关于商品牛市。商品牛市中，能源和工业原材料受到经济低迷和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国长远限制盲目生产的制约，不再可能恢复到以往那样暴烈的牛市。现在只不过是对美元政策的报复，是短期行为，已经具备了刻意炒作和投机色彩。

第三，粮食和农产品问题。很可能再过几个月大家才会意识到，只有农产品才属于战略投资，是真正具备潜力和大牛市基础的品种。根源在于其比价一直严重偏低，另外还决定于以下四个重要因素：①全球粮食库存已经下降到了50年来的最低点；②粮食生化和饲料用粮稳步增长；③全球气候日益恶劣，中国夏粮今年收成难料，减产可能性大，是个重要契机；④危机过后的流动性以及经济理念回归——回归的概念笔者在其他文章里谈了很多，人类的根本是实体经济，基础则是饱暖问题。如此猛烈的一轮金融危机，是人类贪婪的本性达到了极致，人类社会、经济目标都需要彻底地反思，反思我们曾经的奢华和浪费，反思我们曾经的不知满足和不懂得天高地厚。在危机之末，能够起到这个根本的自我教育功能的市场现象是什么？恐怕只有粮食危机和农产品牛市。

上帝一直在用一个叫做市场的工具来报复人类的蒙昧无知和离经叛道。现在，又是他要报复这一切的时候了。这一次，战场是粮食和农产品，各国必将遭到他们共同打造的史无前例的流动性的恶性报复，粮食危机有可能波及全球各国，社会稳定恐岌岌可危。在这个过程中，更为严重的问题是：到那个时候我们才会意识到，各个国家都参与了非正常流动性的制造，所以大家都是自食其果，无从辩驳也无从逃避；全世界最有能力遏制这一危机的国家——美国，恰是真正因粮价暴涨而发“世难财”的，同时，美国也会发现自己已经失去了对全球市场、全球道德标准的掌控！这才是最危险的。

从工农业文明的对比高度看，这个正在因为严重失衡而闹起百年不遇大危机的世界，离恢复平衡距离还很远。从未来各国乃至世界经济均衡发展的需要来看，农业的地位需要提高，农产品的重要性亟待提升。这并非让世人仅仅满足于温饱，而是不要离开人本诉求和地球环境飞得太高太远。未来数年，泛滥的世界资本会驱动市场完成这个光荣的革命，市场应会通过自己的语言继续提醒大家远离华而不实、极度奢靡和忘却根本。

中国对粮食问题虽然未雨绸缪，但是中国代表不了世界市场。作为农业落后和粮价低估的人口最大国，中国未来的粮食形势注定将会日益严峻。印度比之中国，更是有过之而无不及。中印两国已经足够构成粮食危机了。西方的粮食生化以及气候异常、水资源短缺等日益严重，未来全世界的农产品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场将会是个什么景象呢？事实上，金融和经济危机导致的生产过剩和消费不足已经让中国不得不转而重视农民和农村市场，这就是早年注定的回归。然而仅仅靠各类税费减免和财政补贴还是不够的，关键在于粮食价格。什么时候才算平衡呢？标志是什么？笔者个人以为，标志就是现代气息深入新兴国家穷乡僻壤的农村大地。当中国的农民工返乡被社会看做是一件值得羡慕和欣慰而不再是值得同情和必须救助的事情时，那就是工农平衡、城乡平衡了，农民和农业才算真正有地位了，城乡之间的鸿沟才算被抹平了。

这个年代，最伟大的力量是市场。没有任何理由让我们相信虎视眈眈、无孔不入的全球资本会错过农产品这块肥沃的价值洼地，荡平它并最终兴风作浪只是时间的问题。不同的是，这一轮粮价上涨将承载很多积极使命。

想到伟人毛泽东的话："小小寰球，有几个苍蝇碰壁！"现在大家碰的什么壁？市场之壁！谁不相信市场，就继续碰吧！巴菲特说：总有一大堆财富聚集于蠢人手中，然后愚蠢行为导致财富转移到智慧的新主人。所以说，没什么好奇怪的，这个市场总会有人前仆后继地头破血流，然后才有财富的流动和市场的生机。

牛市都不是吹出来的，是做出来的。为什么有人注定会去做呢？会有很多迹象和市场条件被提前发现的，这是预言和预判的基础。

（2009-03-24）

进入新一轮繁荣期

以下因素决定中国即将开始新一轮的增长和繁荣，但这并不意味着中国将会"领导世界"。

（一）中国国力基础

1. "四化"中期：包括工业化、城市化、市场化、国际化。
2. 体制优势："国有+计划+市场"是当前环境下的无敌模式。
3. 国储雄厚：截至目前，国家外储余额达19537亿美元（GDP 50%！）。
4. 外债较少：2008年末我国外债余额3746.61亿美元，短期外债占外汇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

储备比例为 10.83%。

5. 居民储蓄：2008 年居民储蓄 21 万亿元（金融机构各项存款 47.8 万亿元）。

6. 财政收入：年收 5 万亿 ~6 万亿元，2007 年盈余 706 亿元；2008 年上半年财政盈余 11926.17 亿元；2008 年全国财政收入 61330 亿元，财政支出 62592 亿元，中央财政赤字 1800 亿元。

7. 银行状况：2008 年，中国银行业资产规模超过 62 万亿元，并保持了 18.6% 的增长率；中国银行业不良资产率降低到 2.45%；而 7 年前官方公布四家国有商行不良率为 26.62%，国外媒体则估计高达 50%。

8. 人口状况：充足而廉价的劳动力局面有望继续维持。

9. 市场空间：私人消费与基础建设潜力巨大。

10. 本币潜力：稳定，有升值潜力，具国际化前景。

11. 外贸盈余：顺差增长虽减缓但有望持续。

（二）内在动力

未来三大压力倒逼中国只能快跑，分别是政治改革、社会稳定和经济转型。GDP 增速的 1 个百分点对应企业利润增速 20 个百分点，这是缓解很多社会问题的基础。

（三）外部因素

1. “西方困境 + 率先复苏 + 外资持续流入——新兴成长性 + 资本双利差”。

美欧可能 L 形或 W 形复苏。经合组织预测美国 2009 年下降 2.8%，欧洲下降 4.8%。日本 5 月份出口较上年同期下降 40.9%，进口下降 42.4%。

根据摩根士丹利的统计，在 4 ~5 月的 10 周内流入新兴市场基金的资金就达到 210 亿美元——这已经达到 2007 年总流入额的一半。

中国的高储蓄率是自然形成的硬约束，但未来必须促其“见顶回落”。美国居民储蓄率一直偏低，自 20 世纪 80 年代始更是一路下滑。未来则需要逐步回升，同时收敛赤字经济、持续推进各类去杠杆化。

（四）后危机时代路径前瞻

1. “减税 + 增债”政策组合：对内对外的负债率都大有空间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

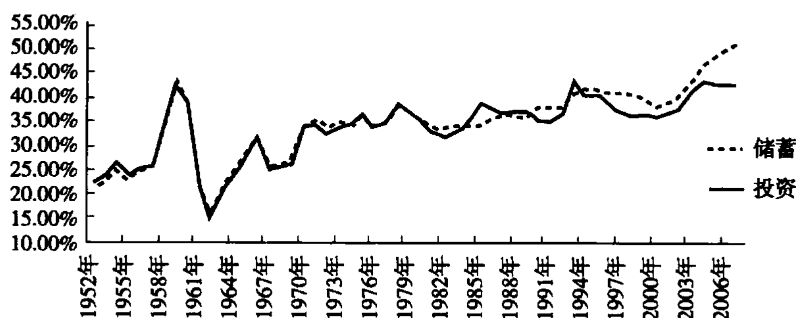


图5－5　中国储蓄率

资料来源：Wind 资讯　方正证券

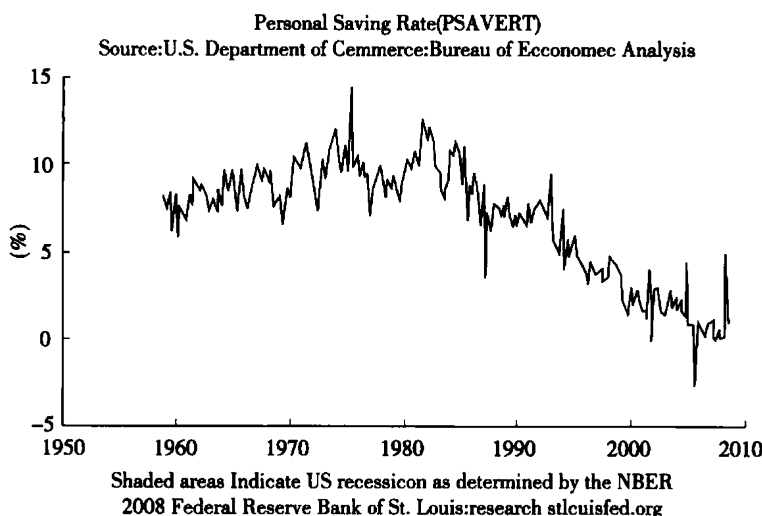


图5－6　美国储蓄率

资料来源：Wind 资讯　方正证券

中国政府负债仅为 GDP 约 20%，而日本约为 190%，美国将超 100%，欧洲也将超 60%。中国 2009 年安排的年度财政赤字为 9500 亿元，约占 GDP 的 2.8%。截至 2008 年三季度末，中国外债余额 4419.52 亿美元。2008 年底，日本对外净资产余额达 225.5 万亿日元，合 2.14 万亿美元（约 95 日元合 1 美元）。这使日本连续 18 年保持了世界最大债权国地位。

2. 持续增加居民收入：政府（国企）支出与民间（投资）消费的此消彼长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最近两年我国财政收入分别增长31%和20%，远高于经济增速和居民可支配收入增速。2007年5.1万亿元的财政收入约等于我国民间可支配收入总额的1/2。而美国2.4万亿美元的政府财政税收相当于民间可支配收入总量的1/4。

中国2007年115.6万亿元资产财富中，只有27.6万亿元属于个人，剩下的88万亿元属于国家。如果GDP和资产价值都上升10%，那么，老百姓从资产升值中得到2.76万亿元，而政府能得到8.8万亿元，政府财富收益是民间的3倍！

据国务院研究室、中央党校、社科院等部门一份联合调查报告的数据显示，截至2006年3月底，中国内地私人拥有财产超过5000万元的有27310人，超过1亿元的有3220人。

中国社保的财政支出占比不足12%，甚至远低于印度和泰国，而发达国家一般超过30%。

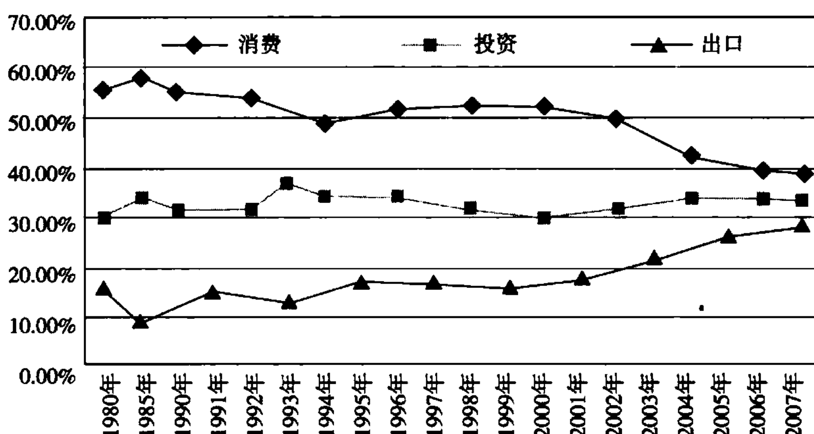


图5-7 中国总需求的结构及其变化（1980~2007）

资料来源：Wind资讯 方正证券

劳动者报酬占比已由2000年的51.4%降低为2007年的39.7%。未来应争取至少提高到45%以上。

从以上趋势分析，投资将保持基本稳定，出口和消费则此消彼长，分道扬镳，这种局面的出现将与储蓄下降互为因果。

3. 市场化、国际化：这是消除能源瓶颈的首选对策，是彻底解决“三农”问题的根本政策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（五）负面因素

外需不振和贸易保护主义抬头导致的产能过剩可能会继续，民营弱势和民间投资不足、技术创新不足、市场投机性过强（数量庞杂＋短期行为）、宏调受制于国际市场以及历史经验表明的消费变动缓慢。

（六）中国尚不能领导世界

巴菲特说：世界正在发现中国，中国也在发现世界。的确，中国需要世界，世界也需要中国，但是中国还不能领导全世界，更无法超越美国，必须要妥善处理与美国的关系。世界总人口约65亿，美国名列世界第三。拥有世界5%的人口，却占用着全球25%的资源，是世界平均水平的4倍多。而与此相对应，美国人制造的垃圾数量及释放的二氧化碳数量分别是世界平均水平的2倍和5倍。美国是世界上唯一一个正在经历人口剧增的工业国。2006年10月17日，美国人口总数突破三亿大关。20世纪70年代，新移民仅占美国人口总数的5%，如今上升到12.1%。

再看看以下的数字：中国经济仅为欧洲经济总量的22.3%；占美国经济总量的29.5%。中国GDP为4万多亿，美国则14万亿多，中国是美国的零头。美国人口3亿多，中国13亿多，美国是中国的零头。中国的世界经济占比5.38%，而美国则占比18.3%，接近1/5。

（2009－07－04）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第六章

美国美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



美元下跌将迎来全球股市繁荣①

2008 年 7 月 15 日美元指数收盘 71.74 点，此后美元开始持续反弹，直到 11 月 21 日创造本轮高点 88.46 点，收盘最高为前一日的 87.93 点，算起来，升幅约 22.6%。

再看世界原油价格指数。7 月 11 日最高价格为每桶 147.94 美元，7 月 15 日出现单日暴跌，直到 12 月 5 日跌到最低价格 45.62 美元/桶。

其他诸如有色金属的价格，也在同期出现了巨大跌幅。以沪铜和沪铝指数为例，其 7 月 15 日最高收盘价格分别为 62968 点和 19731 点，而 12 月 8 日的盘中最低分别为 23235 点和 10118 点，而 2006 年 5 月 11 日的沪铜和沪铝指数最高点分别为 79000 点和 23551 点，跌幅之大、之快，史上所罕见。

如果再往前看，我们发现，美元指数大幅下跌前的最高值是 120.33 点，时间是 2001 年 6 月 11 日。此后美元指数一直回落，在 2008 年 3 月 17 日出现最低点 70.698 点。美元指数这个长达近 7 年的下跌过程，正是国际商品期货牛气冲天的过程。

以上数据可以说明，美元一直是主导国际大宗商品市场走向的一个决定性力量，有时，甚至超越商品供求因素的影响力。

值得深入思考的是，在 2001 年到 2008 年的商品牛市过程中，总体上看，世界经济和中国经济都处于不断稳定的繁荣期，商品需求保持畅旺，甚至出现供应偏紧的局面。直到美国次贷危机演变成金融乃至经济危机，这一切才得以逆转。

有意思的是，从价格数据和时间因素来分析，我们发现，美元指数的逆转对商品市场的转向有着更为明显的同步关系，其次才是商品供求因素。究其原因，可能是由于供求数据的滞后性。而这种滞后的供求数据和市场对于未来供求变化的预期，成为大宗商品价格趋势后期的主导力量。由此，不难

---

① 2008 年 12 月 10 日美元指数自 85.829 点开始接连暴跌，2008 年 12 月 18 日低见 77.688 点，2009 年 11 月 26 日低见 74.17 点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发现，美元走势以及商品本身的供求因素，轮番对大宗商品的价格产生作用。

美元之所以与大宗商品走势如此息息相关，最主要的原因是国际市场和国际贸易汇总，大宗商品的价格都是以美元报价的。而美元走弱的部分原因，一般都会伴随流动性泛滥；而美元走强，则伴随了信贷紧缩以及流动性吃紧。所以，美元走势才得以反客为主，成为影响商品价格走势的最主要因素。

很多人不理解从7月中旬到目前的美元强势，个人觉得，有两个主要原因。①美国战略因素决定——美国金融危机爆发并传导到世界各国，美国要稳住自己的阵脚，最为关键的因素是什么？不是保持股市不倒，那实际上也很难。也不是挽救几家濒临破产的金融机构。美国深知自己对全球的统治是建立在美元基础之上的，因此，美元无论如何不能崩溃。这才是美国秘而不宣的核心秘密。但是我们发现，2008年7月美元指数接近70点的时候，如果再往下跌，那就意味着崩溃。所以笔者在7月前后写过几篇文章，呼吁中国买进美元及其衍生品。至于美元是如何连续上扬的，这恐怕也只有美国更为清楚。我们能提前断定的是，美元上涨是美国的必然选择。否则，反过来想象一下，作为危机的始作俑者，如果美国在危机爆发之初没有稳住美元，而是任由它继续贬值到60点、50点，那么，这个世界就彻底崩溃了。比如，中国的外汇储备会有什么选择？中国政府以及其他美国的债权人作何反应？②商品市场投机资金的技术性原因——预知商品将遭遇供求因素的逆转而终结，他们有必要卖出商品，买进这个世界上尚未有任何货币可以挑战其地位的美元。

令人感叹的是，美元上涨大幅加剧了商品牛市的下跌速度和幅度，以至于目前的主要大宗商品都面临了成本底线。这也说明，商品的下跌已经过头了。

这种巨大的价格变化来得如此之猛，当然也有当今网络信息高度发达的原因。而且，笔者以为，网络信息是导致当今投资时钟加快的最为重要的原因之一。价格下跌来得如此之猛烈，足以令金融市场的投资者乃至实体经济的经营者为之色变，这就直接导致了实体经济危机。关于金融危机如何演变成了经济危机，很多人有不同的解释，而笔者对这一轮危机传导机制的理解是，价格紊乱是罪魁祸首——之前的非理性暴涨和之后的非理性暴跌，两次都对实体经济造成了难以承受的打击。数据显示，中国制造业采购经理指数（PMI）11月为38.8%，比上月再降5.8个百分点，为2005年该指数创立以来最低点。国家统计局即将公布11月的工业增加值增幅，据估计可能放缓至5%，创下14年以来的最低同比增幅。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可幸的是，专家们一致认为，美元断无继续上涨的理由——滥发美元以及金融危机导致美国金融信誉受损、美元的国际地位将下降；实体经济恢复难度大、无力实施强势美元政策；随着危机减缓，美国维持美元短期强势的动力会逐步消减。笔者以为，在 83～88 点的高位盘整了近两个月的美元，随时都有大幅回落的可能。

从以上分析的种种相关性来看，美元的回落，不可避免地会让商品价格出现回归，这个回归不但要结束过度的下跌，还要不断融进美元贬值的因素，再从长期看，就是需求回升对商品价格发挥带动作用。

在这里做出初步的、谨慎的判断：国际大宗商品价格基本已经探明底部。无论是期货市场投资者还是现货经销商，都要格外警惕，不要在黎明前的黑暗中做出错误的选择。

如果说商品价格紊乱是实体经济的大害，那么，随后的商品价格回升将为实体经济的稳定起到不容忽视的作用。

更值得一提的是，美元重回贬值之路，会使得目前在世界各地蛰伏起来的大量美元，被动活跃起来，流动性冻结的时代就要结束了，这是实体经济的福音，更是金融、资本市场的福音！

让我们等待即将到来的美元下跌以及商品价格的回归吧！笔者还是维持原有的判断：金融危机来得快，去得也快，未来的繁荣会让你大吃一惊！

不过，就像本轮人民币贬值不能走太远一样，美元下一阶段的走软估计也不应该再创新低。即便是走到 75 点这样的中间价格，也足够给世界相关市场带来很大的影响。

顺便说一下中国股市。前期患上政策依赖症的投资者会以为目前的反弹即将结束。其实他们更应该知道，看好本轮反弹，从起初就不仅仅是看政策面的。从国际大环境来看，本轮反弹还在半山腰。以上的美元及商品市场分析，就是一个重要方面。更大的背景是流动性的提前复苏以及中国股市领涨全球的远景，当然也包括股市稳定对国民经济转型的意义。这个都值得专业机构和专业人士深入论证。个人只能说，投资者一定要坚持。做空是没有空间的。要看更远的未来，机构投资者不能太过短视！

(2008－12－09)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



美元走软有利于避免世界经济深度过冷

美国的银行倒闭潮还在持续；曾经作为资本主义金融信誉最高象征的瑞士，也一再出现UBS的剧亏（2008年亏损197亿瑞郎，创瑞企年亏损最高纪录）、丑闻以及当家人被呼下台的命运。目前其又遭到美国的指控，导致整个欧洲金融界可谓人人自危。美国SEC还指控委内瑞拉斯坦福银行（SIB）涉及80亿美元欺诈案，对国际金融市场的恶劣影响不容低估。美国开始不断对外国金融机构施加压力，对各国金融信用和银行安全的冲击也会逐步显现。

一切都表明，资本主义无可救药的崩溃正在愈演愈烈！人们有必要为西方金融和经济的未来而忧虑。如果事情继续恶化，如果金融市场继续放纵任何无理性，那么，未来的世界将演化出更多危机和更可怕的结果，包括战争。

从近几个月以来非美货币和大宗商品价格回落的幅度来看，持续走强的美元已经充分实现了其价值。理性预计，没有多少国际机构敢于豪赌美元，美国政府也不得不考虑国际影响而放弃操纵美元继续走强的意图——为继续大规模举债作铺垫本来就不是一个冠冕堂皇的理由。由于美国经济继续下滑，美股不断收出新低，美元不应该创近期新高。技术上看，有形成双顶并再度下跌寻底的可能。

当前，美元走势是直接决定世界大宗商品的关键因素，间接决定全球经济前景及预期，只有美元持续回落，才能挽救世界整体通缩，避免过热之后的深度过冷。否则美元就是全球的罪恶，必遭各国谴责和打压！

目前，各界可以密切关注，并决定对大宗商品的投资策略，以及由美元走势决定的全球经济预期。

（2009-02-23）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



美元堕落强于世界大战

一直关注美元，所以敢写这个题目。探讨美元，也顺便审视一下大国更迭之战的潜在可能性。

美元哪里止跌？很悲观，千万不要轻言底部。具体数值暂时难下结论，因为需要继续观察美国的美元政策。美国什么政策？狂印美元！这应该是美国金融政治精英无数个不眠之夜的痛苦思考和求索之后的最终抉择，未来的政策取向已露苗头，虽然这是一个不负责任的抉择。从美国号称“无限量救市”到实际上的“大规模定量宽松”、从其再度以7500亿美元购入抵押贷款支持证券到最近美联储宣布至少以3000万美元购买美国国债，中国的有识之士已经意识到，2万亿美元外汇储备终将难逃“最坏”的结局。中国的血汗积累和国家财富，已经真正到了“最危险的时候”。中国要求美国保全中国在美资产安全，就是对美国即将开始而且可能一发而不可收地滥印美元政策表示严正的抗议。

除了眼前的现实主义，美国似乎别无选择。2008年第四季度，美国GDP下降了6.2%，创25年最高降幅纪录。自2009年1月份会议以来，美国失业问题已经加剧，现在美国每个月将有逾65万人被裁员，推动失业率升至25年高点。美联储的资产负债表已经由原来的9240亿美元增至1.9万亿美元，增幅超过了100%。而且奥巴马政府目前则正在寻求国会批准下一财年3.55万亿美元的预算计划。美国庞大的国际债务以及救市支出，越来越让各国美元储备相形见绌。这个庞大的帝国只能用轰鸣的印钞机避免破产。

拥有“世界货币”的国家的史无前例的巨额债务，从一开始就决定了只有空前地滥发美钞才是它的最佳选择。美国还能选择什么呢？难道美国要眼睁睁地面对帝国美梦的破灭而不作为吗？难道它面对内忧外患、国力疲弱的现实，还有能力发动一场更大规模的战争来挽救自我的坠落吗？不，美国不敢了，美国的军事开支已经够大了，美国的军事实力若面对未来的中俄联手，已经没有了昔日的绝对优势，仅此一条，美国就不能主动发动战争。此时，若不滥印美钞，短期看将无力阻止国内经济衰退，长期看无法稀释惊人的债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务，所以美国别无选择。最后，笔者要说，这个世界也没有任何人可以要求美国只能选择让后世子孙替当代美国人偿还债务。美国政治家不干，美国精英也不会答应。

“伯南克这个干预主义者！他正在人为制造通胀，变相发放货币，透支财政能力，试探市场底线，积累道德风险，有可能导致美国信用危机。”郭田勇说得不错。美国已经内急攻心，早已顾不得许多了。

美国的选择已经很明确。抗议没有用。在商界，首先要在了解规则的前提下加强自我保护，否则被对手玩儿死，是不偿命、不犯法的。这个规则不是美国一家定的，也不是现在才开始的，大家都有份，怨不得别人。恐怕除了跟随，其他国家没有别的选择。

大家还可以思考一个问题：自 2008 年 7 月以来的美元逐级走强，是在什么背景之下发生的？是美国经济最困难的背景下！很难以理喻，对吗？对！说明什么呢？说明全世界的金融资本除了美元别无选择！说明美元还没有任何货币可以替代。应该说，当今美国政要和美国金融家最终选择把增发美元作为出路，多半就是因为这半年来的美元表现给了他们启示和信心。

欧元虽被看重，但是欧元的主宰者不是铁板一块，而且因为跟随美国过于紧密，欧洲经济中毒之深可能甚于美国，何谈超越和取代？人民币也曾经有机会，但是人民币太年轻了，步子也太慢了些。

美元泛滥的预期已经很明确，市场肯定会短期报复这种挑战市场经济底线的行为，美元的底牌被人看清了，所以美元开始走弱。这就是笔者前期看淡美元的潜在原因。世界各国恨不得赶紧关起自己的大门，彻底避免美元的干扰，但谈何容易？所以，不想被动遭受未来美元持续地金融掠夺，那就请跟美元一起堕落吧！于是，全球各国印钞竞赛的大幕即将拉开，从此开启一个史无前例的流动性泛滥新时代。迎接我们的或许将是旷日持久、经年累月的通货膨胀！

2009 年 3 月 4 日，英国央行英格兰银行声明，将在二级市场购买中长期英国国债，作为其数量放松政策的一项重要措施，并于 11 日正式启动规模为 20 亿英镑的首批购买计划。之后在 18 日，日本央行决定将国债购买额度罕见地一次性提高 29%，每月购买的数额由 1.4 万亿日元上升到 1.8 万亿日元。

未来的日子里，商品价格、资产价格等将会是什么样子呢？美元，或许只有你自己知道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金为王已经过时了，通缩忧虑从一开始就不得要领。未来你会发现，只有资产才是洪水泛滥时的诺亚方舟，只有股权资产才能让你跑赢所有的挑战！

美国对于国家利益问题向来就是现实主义。这些年来美元已经很泛滥了，接下来很可能深度泛滥。这其实也不都是坏事，关键是投资者和有关利益方如何应对。例如，罗杰斯说原油还能创新高，例如有人预言黄金可能达到2000美元，这都值得研究和重视，这或许很可怕，但利用好了也是机会。再例如，或许只有美元及世界其他货币的超量供应以及由此带来的上游资源涨价，才有能力彻底解放中国石油48元入市的小股东，不至于让他们毫无希望。世界就是这样：有离奇的，还有更离奇的。

面对美元的不确定性，千万不可掉以轻心。面对许多错综复杂的表象，不要被迷惑。有观点认为，需要一战的或许是中国，恐怕不是美国。美国胆敢用美元铤而走险地保霸主地位，而中国能否在南海用战争博取国家未来，这才是当今世界的最大悬念。就目前美国境况，美国深度介入任何与中国直接冲突的战争，其胜算的可能性是越来越小的。历史机遇再次临门，就看魄力了。中国若敢为核心利益而战，至少还不至于局面失控。

美国有美元，不需要再度用战争图强谋霸，但是美国在试探，中国是否真的很惧怕战争。这个局面还难以预料。还是看美元吧，堕落是堕落定了，也别发牢骚了，这比世界大战强得多！

(2009-03-20)

不必为美国而忧心

看到不少朋友还在怀疑美国的复兴；甚至还有人再提“风暴第二轮”；一篇网文在分析美国的复苏是浴火重生还是回光返照。对西方过度悲观的观点笔者多是不以为然，欧洲除外——欧元的货币和财政政策比较死板，不利于新形势下的灵活回旋，加之欧元汇率高企不利于增加出口，未来怕是要再多吃些亏的。

另外，中国的快速发展不能诠释一切，也不能代表一切，表面和实质往往差距很远很远，妄自尊大不足取。其实，以往经济的快速发展也好，当前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产市场的率先复兴也好，不足以让我们乐而忘忧，相反，正视问题是必要的，防止忘乎所以和飘飘然。

近几日在物资学院“闭关”，有一些关于中美两国的深度认识，在此总结几点与大家分享。

1. 美元是世界货币，而中国的货币尚未自由兑换，有人说这是中国缺乏自信。也可能还有其他客观的原因吧。尽管我国是 GDP 排名已经进入前三并即将成为全球第二的国家，但是人民币仍然不可自由兑换，这确实是一个世界奇迹。或许今后会有很多故事围绕这一主题而发生。

2. 人类社会的进程是曲折前进、螺旋上升的，具体而言则是经济有收放、社会有变革。理论上政治应该服务于民生。政治与民生有两个共同的运作主体，一为自由，二为福利。至于运动的方向，现在看来则有天地之别。对于西方世界而言，“尺蠖效应”导致的结果是自由和福利的轮番提升，以至于许多西方国家政府居然因此不堪重任。而在中国，福利的增进被长期放在了次要地位。经济波动和社会变革越来越多地被权贵阶层所利用，与此同时，普通民众越来越感到紧张和不安。

3. 美国 3 亿多人口拥有私家枪 2 亿多支，然而历经如此大的金融和经济危机，美国人似乎并没有怪罪他们的政府，失业率虽然还在急速攀升，但是却没有人造反，也没有什么社会暴乱，这才叫真正的稳定。有人说这就是制度的优势。而中国呢，对经济下滑和失业等极度敏感，我们可以把这理解成一种责任，但仅此还是远远不够的。

4. 美国有言论和集会自由，但是不经常发生恶性群体事件，这也很说明问题。

5. 美国的房地产，热在二手房，最后悔的是投机泛滥的金融机构；但中国房地产投资的狂热，是拉动经济增长的火车头，它义无反顾地承担着拉动中国 GDP 增长的重任，然一旦调整或衰退，后果会更加严重。

6. 美国的内外债务之所以如此庞大，正说明美联储的独立性和公正性强于世界其他央行，因此似乎没有充分的理由怀疑美联储在未来将长期以美元发行赤裸裸地抢劫全球，这种想法低估了美国的制度和信用。一些临时救急的措施，不应被过分夸大。伯南克说过：“一直非常重视与其退出策略相关的事宜，我们相信美联储拥有在适当时机执行该策略的必需工具，我们不会允许经济中的广义货币以最终可能引发通胀的速度急剧增长。”

7. 美国除了必要的外汇储备，超过 70% 以上的主要是黄金储备，因此可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以说美国几乎没有外汇储备的概念，这也是一种强势自信的表现。日本的外汇储备虽多，但更多的外汇则分散于民间。

8. 中国的外汇储备几乎全部以债券投资等方式存回了美国，这是因为美国只想给你钞票，却坚决不会出卖美国，因此，再多的美元储备其实都只是美国发行的“美债购物券”，没有更多自由投资的可能性。这些钱的投资功能，最终还是由美国人去开发和受益。拿着过量美元的人，要求美国为美元保值是很天真的，因为即便在中国，银行会保证你的银行存款不贬值吗？

9. 外汇储备是央行的负债资产，对应的是各企业和银行的等值人民币资产，央行有权利把外储分配给国民吗？显然不能。

10. 相比中国和印度，美国的人口其实没有多少自然增长，移民持续增加倒是一个重要原因。而且很奇怪，这些由于五花八门的原因而移民到美国的人，很快就会爱上美国，以美国为家，真心实意地效力于美国。美国的吸引力为什么如此巨大？而当代中国的精英们到底在想些什么？是“身在曹营心在汉”吗？长此以往，又会有什么样的结果呢？

11. 不管愿意不愿意，美国是世界为数不多的“成人”，所以请从美国利益的角度去理解和展望美国，而不必仅仅从阴谋角度出发。

当前美国更需要资产市场的繁荣：美国经济约 70% 靠消费拉动，其家庭消费支出严重受制于房市和股市的繁荣，其中房地产占家庭资产净值的 36%。自 2007 年第二季度以来，美国人在这两大市场已缩水了 12.9 万亿美元。美国迫切需要股市和房市的回升以改善家庭资产负债状况和促使经济重新增长。所以美国不会轻易提高利率，尤其是失业状况尚未得到明显好转的情况下。

美国人对高油价高度敏感，过速上涨的油价对于美国经济是不能承受之重。必须承认，美国对世界金融市场有我们所不知道的影响力，这背后是无与伦比的经济实力和金融控制力，所以可能只有当美国失业率不再下滑，原油才真正具备走牛的真气魄。

美国投行的资产负债表对资产市场景气的依赖一点都不亚于美国家庭。未来美国股市和房市的深度下跌，对美国将构成致命的打击。对此，美国政府应该有很清醒的认识。今后的政策目标因此将小心翼翼地服务于美国股市和房地产市场的“繁荣”，这是世界各国投资者共同的福音。至于未来的泡沫，各个国家的具体境况和处理手段都会有所不同，这是未来的博弈，胜利属于有远见的国家。

(2009－07－22)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



美国向全球发出了什么信号

奥巴马政府承诺：未来5年内，美国出口要实现翻番。

此说震惊了整个世界，也必将影响世界的未来。

这个决定的实现必然需要一个长期的弱势美元政策。所以，尽管半年内美元可能会上调利率，但至少奥巴马任期内，美元持续上调的空间被其出口增长目标所限制。尽管如此，市场还是认为美国的选择是正确的，美元近期的连续走高就很能说明问题。资源类大宗商品市场将经历短期动荡，中长期的底部有待观察。

这是一个重大的政策预期的改变。

可以推测和判断的是，美国果然终于确定了“不惜通胀保增长”的政策逻辑。这本来在经济救助计划以及“定量宽松”政策时就有端倪，不过那时的目的有两个：避免大萧条和稀释债务。现在又多了一个理由、一个确定性。

早在2009年4月《未来全球通胀不可避免》一文中，笔者就说过：“百年一遇金融和经济危机的客观环境，决定了“狗急跳墙”的事情随时都会发生。你站在一个饿极了的“狼”面前，还在幻想它不要吃掉你的牛羊，这似乎很不容易、很不现实。那么，美元的持续弱势和继续下跌应该是可以期待的——这也取决于各国货币政策的跟进情况。”

现在来看，各国的货币政策还要接着调整，并必将长期受制于美国和美元政策。单个国家的货币政策独立性必将遭受考验。盯住通胀的货币政策目标是否适合形势需要，是值得中国重点考虑的。

可以预期的是，美国的贸易保护将愈演愈烈，各出口国家不得不谨慎应对。同时，为了扩大出口，美国可能向中国等国家适当放开高技术出口限制，中国准备争取一些高技术装备的进口，不失为一种现实选择。在扩大内需的同时，中国还应该有效加快投资美国资产的力度，紧盯美元不如紧盯美国非金融资产。只有如此才能真正与美国共进退，达到即使今后向美国让步也是有利于中国财富总体增值的目的。

为了扩大出口，美国将不得不采取多种配套措施，甚至可能包括在世界

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

各地挑起争端以增加美国潜力极其强大的军事出口。对台军售只是一个开始，尽管中国政府表示空前的强烈反对（五角大楼的美国国防安全合作局（DSCA）正式通知国会将向台湾地区出售反导系统、直升机、扫雷舰、通信设备、反舰导弹等五大类总价值近64亿美元的武器装备）。美国国务卿希拉里29日警告中国说，如果中国不加入包括俄罗斯在内的其他大国制裁伊朗以阻止德黑兰核野心的行列，就将面临国际压力和日益被孤立。这也是对中国的一个公开挑战。仅从最近的情况看，似乎美国与中国合作的姿态正在走向明显的对抗。

总之，出于美国力保霸主地位的决心，出于国内的政治压力，奥巴马政府将不得不采取各种在别国看来很“不负责任”的做法以加强自己的经济恢复和国际地位，各国将因此遭受方方面面的考验。部分国家和地区未来遭受挤压的程度可能会仅次于战争的破坏。

美国发出的信号对于盯住美元并依赖出口经济的中国最为不利。4月份后美国财政部发布每年一度的全球汇率操纵报告，中国将首当其冲遭受汇率政策的压力和困扰。若想与美国争市场，就只有稳定汇率，但是美国显然不会善罢甘休，未来的汇率争端有可能逐步升级。美元越弱，中国人民币所面临的国际上一致要求升值的压力就越大。中国为此不得不保持低利率而容忍一定程度地国内通胀和资产通胀。在人民币对抗升值的过程中，很显然外资会不断加大渗透到中国的资产市场力度。而从长期看，一旦美国靠出口重新把美元回收到国内，中国的资产市场将经历剧烈动荡。到底如何避免当年日本的下场，依然是一个非常紧迫的战略命题。

但愿国内货币政策不要再次因为紧盯国内通胀而二度落入陷阱，这并非反对适当收紧，而是说政策的目标不能过于集中在通货膨胀方面。况且，就通胀问题而言，美国复苏缓慢以及失业率高企决定了其消费增长疲弱，而中国部分产能过剩、粮食和其他消费品供应充裕的现实，也不一定就支持恶性通胀的出现。货币政策提前大动干戈至少是没有必要的。就流动性过剩而言，实际上有些国家已经在退出，而达沃斯论坛也说明“退出”已经成为一个世界性的话题。由此来看，个人倾向于认为，通货膨胀可能比原来预计的要来得温和些，不过持续的时间可能会长一点。在这样一个特殊时期里，中国在货币政策方面的首要任务是加快国际化。通胀的问题还需要谨慎观察，我国至少要避免过早退出和过度收紧。

（2010-01-30）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第七章

后危机时代应对策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我国近2万多亿美元外汇储备可做什么样的大文章①

2008年底，我国外汇储备将接近2万亿美元，这是什么概念？

巨额财富积累不是用来吓人的，更不是被动接受贬值的。今日不谋变通，他日必遭他国算计，与其一味韬光养晦，不如主动出击、先发制人。

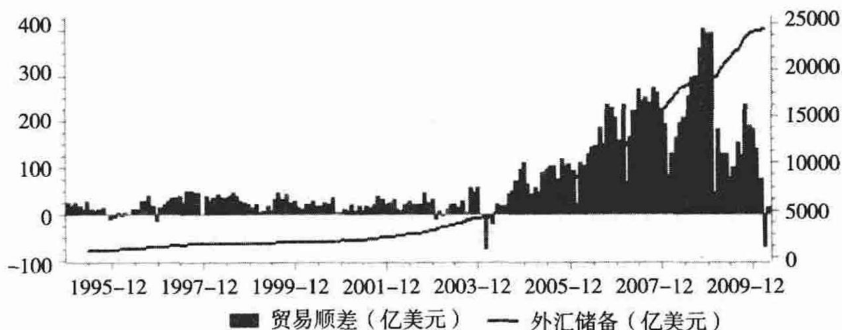


图7－1 贸易顺差与外汇储备

数据来源：Wind资讯

纳全国之智，举倾国之财，充分部署，打响金融战，谋求控制权。

利用境外所有安全而合法的渠道，大举进入国际衍生品市场，借助财务杠杆效应，紧盯美国政策，大力做多美元，其次做空商品，尤其是原油。赢利及时回收后，积极收购资产，抢占世界资源，建立金融霸权，支持国防工业，改善人民生活。

一要战略、战术保密；二要资本、市场分散；三要专业、稳妥运作；四要讲时机、知进退；五要避免政治碰撞。

愿天下有胆有智有权者共思谋。当然，外汇储备是不能全部动用和冒险的，这是通常的道理。但是大国的崛起过程中一定伴随超常规手段，多数甚至只能用战争确立其统治地位。如今，金融暗战胜于军事战争。

（2008－06－13）

---

① 在以后的文章里对本专题有专门的讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



从世界原油市场看中国的金融对策

以往世界史，金融危机更多地表现在汇率、股市和房市。而如今，金融危机的概念正在演变和扩大。金融战争也不仅仅局限于货币战争，还包括原油、基本商品、粮食等的价格战。

基辛格的话正在被越来越多的人重温：如果你控制了石油，你就控制了所有国家；如果你控制了粮食，你就控制了所有的人；如果你控制了货币，你就控制了世界。就我国的情况来看，石油显然已经并长期受制于人；而作为农业资源并不充足的人口大国，实现粮食自给并能保障自身稳定就是对世界的巨大贡献了；那么，今后数十年中，留给我们这样一个被人视为必将成为主导全球的世界强国的唯一的奋斗空间，就主要是货币了。有三个方面的战略内涵：①加速推进人民币的国际化并致力于其影响力的持续发挥；②学习美元的历史经验并妥善处理与美元的长期战略关系；③短期内正确对待并利用弱势美元以确保我国的货币金融利益。

从本原上看，货币泛滥和金融放纵还是当今世界商品市场失衡的元凶。而主导这一切的就是美国和美元。美元贬值的背后，是美国国力的衰退，是愈演愈烈的双逆差，是震惊世界的次贷危机，是事倍功半的反恐斗争和久拖未决的伊拉克战争，是过度的市场自由和金融放纵以及难以为继的过度消费等等。在美元持续贬值和美国国内举步维艰的同时，新生的欧元和崛起的中国分别从货币体制和发展模式方面挑战了美国的霸主地位。然而，新旧轮回的世界史从来就不曾在安宁中交接。不同的是，新旧势力的较量已经由军事战争转变为看似无形的金融战争。

如果你看完过中央电视台6月30日的财经报道，你就不得不承认我国已经身陷世界金融战争。美国正在利用和纵容以高盛财团为代表的国际资本，大肆制造原油恐慌。他们一边打着“中国需求”的幌子制造石油短缺舆论并一再通过“预测走势”蛊惑人心；一边又在原油市场持续囤积多头部位，激情豪赌、大发横财，导致石油价格连带其他资源商品脱离基本面的束缚而节节高攀，直接制造了全球通胀并威胁了全世界的经济稳定。尽管美国也很难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

独善其身，但是，有种种迹象表明，因为期货交易具有比现货交易高约20倍的杠杆放大效应，美国机构在原油市场一路高歌中所赚得的利润是最高的，也是惊人的，而发展中国家对国际衍生品市场则非常保守、鲜有参与；另外，美国不惧高油价还因为其一直留有后路——庞大的原油储备（美国声称在未来20年里把原有7.27亿桶石油储备增加一倍）、能源多元化以及美国利益集团正期待本轮的高油价能够重新开启本土的原油开发（美国的资源政策是优先消耗别国资源、尽量延缓国内资源开发）。而中国和印度的原油进口量已经接近了45%和75%，发展中的大国，不得不在原油价格飞涨中被动扩大进口量。

被严重扭曲的原油价格已经成为威胁世界的头号公敌，但是，愤怒和谴责的力量是有限的。要想战胜这个“恶魔”并彻底挽回因此造成的巨大损失，我们不单要及时搞清原油暴涨的罪魁祸首及其最终意图，还要及时采取必不可少的主动反击措施，否则就只能任人宰割，就只能被动等待全球繁荣的终结甚至是全球经济灾难的爆发。

中航油公司曾经在原油期货价格达到每桶40美元的时候就开始出击、做空，结果折戟沉沙，宣告破产重组。现在看来，尽管失败，勇气可嘉。尤其是，在生产成本只有每桶5~10美元的原油价格再度上涨100美元而达到每桶140美元以上，而国际阴谋家和野心家们还不断高喊每桶200美元乃至250美元的价格时，国内各界居然能够“坦然”而“木然”，甚至容忍一些人的“完全放开”和“并轨”！两相对比，前者的失败尽管有失谨慎，但却也难能可贵。现在主张向扭曲的价格进行妥协的，则不亚于让中国主动就范。

更可怕的是，原油市场的疯狂或许只是个开头。如果国际社会不采取有效措施进行反击，今后的国际粮食价格就会依法炮制，那么，嗜血的资本主义就会让全球危机深度蔓延到威胁人类生存的地步。以往的几年，世界各国低估了资本主义的力量，尤其导致了发展中国家在能源、金融和农业政策方面屡屡遭受暗算。最为典型的是，印度农业问题失策和我国能源问题的失策——价格改革严重滞后、储备制度进展缓慢、对油价走势缺乏必要警惕、正确评估和套保机制。严酷的现实告诉我们，今后绝对不能再掉以轻心了！

金融战争一直秘密上演。实际上，真正顶级的金融较量背后几乎都是政府与其金融机构同谋并实施对外掠夺的过程，只是局外人很难及时获得真相。单就次贷危机而言，美国也没有忘记借助自己的灾难在全世界实施金融掠夺——半数以上的次贷产品被销售给了美国以外的机构，然后才有所谓危机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和接踵而来的巨大损失被曝光，接下来，我们看到了国外投资者乃至金融市场的恐慌。恰恰是在这样的一片恐慌中，美国机构开始2~4折低价收购他们原本高价出售的产品，一场游戏就这样走完它事先预定的轮回，而未来的财富分配格局却注定要被实实在在地改写。

当世界重归平静之后，也许我们就会发现，世界财富仍会集中到美国，这就为未来美元的复苏提供了坚实的基础和无限的动力。不得不感叹：不但美国的制度能够确保其始终坚守和维护国家的核心利益，同时，动荡不安的金融市场也能发挥出核心威力。

中国的前路已经充满威胁和挑战，距离成为世界大国的要求还有太多的路要走。国际阴谋或机构合谋之有无不是核心问题，外因是通过内因发挥作用的，我们自身的战略战术的完备是关键。当前来看，战略上不能再被动地忍受任人宰割的命运了！2001年，中国官方外汇储备达2000亿美元，国际石油价格在每桶25美元左右，中国可以购买80亿桶；至今，中国外汇储备达到1.79万亿美元，以石油价格每桶140美元计算，中国可以购买128亿桶。也就是说，虽然中国外汇储备增长约8倍，但真实原油购买力却只增加了60%，反差何等巨大！国民创造的巨大财富已经并正在被国际炒家疯狂掠夺，美好的经济前景正在遭受无端的恶意威胁。再对比外国资本购买中国能源股、银行股的惊人收益，我们就不觉得不平衡、不合适吗？

另外，国内充裕而具有公认升值潜力的人民币，目前仅仅满足于香港和台湾的有限兑换（香港8万美元/台湾2万美元）是远远不够的，在没有达到被国际资本抛售的汇率高度之前，我国应不失时机地加大人民币的国际推广和渗透力度。笔者以为，大力推进人民币的国际化既有助于解决我国眼前的问题，也为我国长远发展奠定货币金融的良好基础。

2008年的中国很难令人感受到应有的积极和振奋。值此内忧外患，很多人确实很难适应这个骤变。按照目前态势发展下去，等待我们的，谁又敢说不是一场难以回避金融、经济和社会危机呢？

那么，我们到底又该做些什么呢？是先重外还是先重内？是继续被动接受还是毅然主动出击？

我们还是回到开篇的原油问题上面。因为，目前困扰国内的主要问题的根源都与以原油为代表的“商品牛市”有关。中国若不从遏制国际商品牛市入手开始治理，那么，无论内部如何调控恐怕都难以回避未来的经济危机和金融危机——现在中国股市表现全球最糟就是悲观的先兆。例如货币政策，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就算存款利率达到两位数，又能如何呢？能够保证世界能源和粮食价格回落以及国内通货膨胀不恶化吗？难道充满阴谋的国际商品牛市主力会因此主动偃旗息鼓？我们的价格管制和财政补贴又能坚持多久呢？而目前准备祭出的人民币持续升值，也会加大国际游资的利润，他们的利润就是我们的损失，因此，快速升值也绝不可取。

根据对金融市场的深刻了解以及对国际关系的长期观察，个人觉得，被动期待国际市场出现有利转机，不过是幼稚的愿望而已。安内必先攘外！目前最迫切的问题是：及时向操纵原油等商品的国际投机分子“宣战”，坚决遏制他们的投机活动愈演愈烈！

有三种途径可以直接达到打击国际操纵分子的效果：

第一，发展中国家通过主动调整结构和降低经济增速，从而减少自身对能源和原材料的需求，实现能源多元化和节能型增长，抑制国际商品市场的做多热情。这个办法的缺点是，国内经济为此所付出的代价过于沉重。对于我们这样一个就业压力很大、存在诸多滞后改革和社会矛盾、习惯了高增长的国家，是有很大挑战性的。再者，我国的原油储备引而待发，长期需求难以有效降低。另外，从本次商品牛市的出发点来看，供求因素只不过是那些投资分子的借口，当前产油国一再增产和抗议、世界经济增长放缓，也丝毫没有动摇原油价格的猛烈上涨。看来，与抓住发展中国家软肋的国际金融力量较量，注定是一个艰苦卓绝的事情，我国在这方面一定要有更为清醒的认识。

第二，联合世界其他国家的金融力量，借助专业人士的技术性操作，直接参与以原油市场为代表的国际商品市场，卖空现在已经严重过高背离的商品合约，给多头分子以垂直打击。① 这个办法恐怕只适用于商品牛市的确定性的后期，否则，正面较量的风险也很大，尤其须谨防遭到国际游资的联合狙击。另外，这样垂直打击的最大风险是可能激发美国和伊朗动武，世界能源市场的深度动荡就难免了，垂直打击有可能演变为长期“抗战”。尽管目前不很可行，但高得离谱的原油价格将给我们很大优势，今天不做，今后肯定值得去参与，因此，我国在参与境外金融市场的政策、渠道、资本和人力方面，需要尽早调整并做好准备。

---

① 本文发表10天后的2008年7月11日，美国原油期货价格在148美元/桶见顶回落，此后的半年时间原油价格每桶回落100美元以上，跌破了40美元/桶。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

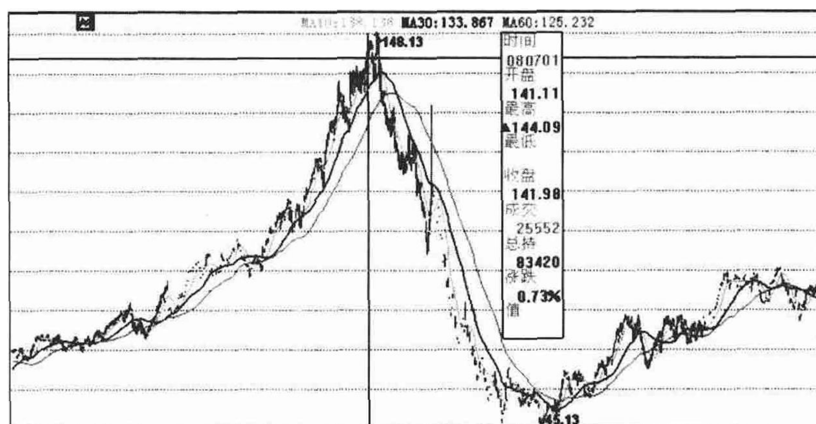


图7-2 世界原油期货价格于2008年7月11日见顶回落

资料来源：中国金融投资行情系统 方正证券

第三，充分利用人民币升值潜力较大的客观国际优势，通过战略合作与能源外交等，努力摆脱美、英两国等已饱受诟病的畸形定价机制的束缚，争取与国际主要产油国进行一对一的价格谈判和现货交易，并确定以人民币直接购买原油的长效机制。操作难度虽大，周期较长，但无论短期成效如何，都值得不懈努力，一旦取得成功，哪怕只是象征性的成功，不但能够直接打击国际投机分子的嚣张气焰，避免未来的能源和经济危机，还能为人民币走向世界奠定良好的基础。此外，还有利于减少外资持续渗透带来的国内流动性过剩的压力。

以上的措施，各有利弊，综合运用，效果更佳。

最后，笔者在这里还郑重建议国家采用这样一个一举多得的、安全可行的短期反击策略：从现在开始积极部署和准备，发动国家力量和各类渠道资源，不遗余力地做多（兑换）战略上必将转强的美元货币及其衍生品（美元指数、美元汇率期货等）。为什么？因为弱势美元是商品牛市的货币基础，做多美元就是对商品牛市釜底抽薪。还因为纵观天下，世界上最便宜而且未来注定要贵起来的，也就只有美元了。也许用不了一两年，世界就会发现，美国经济根本没有那么悲观，次贷危机和商品危机过后，人们会发现，两个危机都被美国善加利用并由此洗掠了全球，世界的财富必将在危机过后重新回到美国，这就没有理由不看好美国和美元的长期前景。

控制美元就可以控制世界！及时做多美元，这几乎是21世纪留给我国的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最重要的一次战略机遇![1] 事实证明，中国成品油提价对国际原油价格影响有限。如果中国做多美元，就可有效促进美元的快速复苏，那么世界金融市场中兴风作浪的不轨之徒们的“春秋大梦”也就会就此破灭，意欲拖垮中国的商品牛市必将因此轰然倒塌。中国做多美元，是对美国这个全球最重要的“战略盟友”的高度信任和鼎力支持，是中美利益长期实现共同化、一致化的最佳表现，是“共荣辱、同生死”的最伟大的历史选择。



图 7－3 美元指数见底回升

资料来源：中国金融投资行情系统 方正证券

据笔者初步分析，中国或明或暗地做多美元不但没有长期投资风险，也没有任何国际法律障碍，相反，如果收购时机、收购部署以及收购杠杆运用得足够好，还能够稳定实现超常规的巨额赢利——至少足以弥补这些年我国的金融和能源损失。当然，此外还有政治上和提升人民币国际地位的长远实惠。

有人会问，我们的收购资金从何而来？这是个高度机密的专业问题。我想，外汇储备的盘活是一个重要的资本来源；其次是国有（控股）企业的海外投资。另外，笔者相信，我们可以从滥发美元的美国借鉴到最宝贵、最现实的国际经验——低速增长的美国每年超发货币 16% ~18%。我们的确没有能力干预美元发行，但是，在人民币的发行方面，我国应该有不容置疑的主权和主导权。事到最后（也许 5 年或者 10 年以后），也许对我国的影响仅仅

① 本文发表后不久，美元指数约自 71 点一线连续上扬，最高达到 89.62 点，此后虽有走低但都未创新低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

限于升值幅度不够高，但是，好在升值过高并非我们的最终追求。目前的中国首先需要突出重围，其次需要的是经济实惠，最后才是其他。由于是对外收购，因此，人民币的增加应该丝毫不会影响国内的流动性和物价稳定。

收购或赚回来的美元又做什么呢？当然，首先是收购长期困扰我国的能源和矿产品，甚至是粮食了。那个时候，相信再高的价格，也吓不住英勇的中国人民。

中国一旦开始做多美元，必将在世界市场引发强烈反响。因此，起初必须讲究策略，有些举措甚至要像真正的军事战争一样秘密部署和实施。最坏的情况就是美国加大美元供应，但是，这种造成美元和美国信用崩溃的事情，发生的概率极小，因为美国最终是需要理性的，它的弱势美元已经没有继续下去的余地。为此，中国值得博弈。

关乎国家战略利益，须稳妥部署、综合运用。在实操层面，应顺序采取以下举措：

（1）旗帜鲜明地持续揭批弱势美元政策，呼吁大国履行责任、维护世界秩序和市场信用。

（2）强烈抨击国际商品市场的价格操纵，要求有关国家深入调查并给世人以明确交代。

（3）坚决反对以目前严重失衡的衍生品市场价格作为现货交易价格基准的定价机制。

（4）逐步与资源大国达成长期化、合理化的买卖契约，恢复市场稳定，维护经济秩序。

（5）通过世界各类金融市场，持续、大量、广泛地买进美元，支持美国强势美元政策。

（6）适时卖出欧元，避免今后欧元的汇率损失继续扩大。

（7）缓步升值并以亚洲为开端，向世界各国推广人民币。

（8）在美元回升后，在商品市场回落到一定幅度后，大量展开资源收购。

以上措施中，值得特别注意的问题是人民币的升值步伐不能太快，否则，国际资本就会阶段性获利离场，人民币的国际地位就会“失势”，我们仅有的主动性就会丧失，对中国今后其他各个方面的工作就会造成严重被动。

中国一直缺席世界金融市场首先是不正常的、不可持续的，不懂得利用金融智慧进行反击，仅仅被动调控国内，出路有限。过往的事实已经证明，对于国际敌对势力的任何低估以及消极应对都是后患无穷的。这一系列国际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融反击对策越早实施，效果越好。果如其然，一个勇敢决绝、伸张正义、有智慧、负责任的大国形象将在世界各国人民心中立体崛起！届时，中国的定价权、发言权、主导权也会随之逐步确立，人民币也将伴随一个备受瞩目的中国政府而备受世界各国的广泛尊重和信赖，中国的世纪将从此真正到来！国民自此才能真正分享中国崛起的福祉和实惠。这比一场真正意义上的世界军事战争的力量还要强大几十倍、上百倍！

（2008－07－01）

谋求金融安全与稳定的思考①

经济全球化和金融自由化，从未像今天这样令国人感受深刻。尤其是当今世界的金融市场和金融政策对经济的影响正在变得越来越明显，金融主导经济的时代已经来临。在错综复杂的全球环境下，反思中国金融与经济的成败得失，对于认清形势，适时采取更加有利于长远稳定发展的对策，显得尤为重要。

改革开放以后，中国曾经在国际潮流中如鱼得水。尤其是中国加入 WTO 以来，借助后发优势以及国际市场的强大需求，“中国制造”走向全球，外向型经济得到了长足发展，国家也因此积累了大量财富——外汇储备两年前就达到了世界第一的水平。截至 2008 年上半年，外汇储备更是高达 18088 亿美元。同时，我国的 GDP 总量在 2007 年接近 25 万亿人民币，跃居世界第四，全年有望超过 27 万亿人民币并有望超越德国成为世界第三大经济体；中国财政收入近 18 年年均增速超过 20%，2007 年全国财政收入达到 5.1 万亿人民币，2008 年上半年增速高达 30.5%；截至 6 月末，金融机构本外币各项存款余额为 45.02 万亿元，同比增长 17.84%；城乡居民本外币储蓄存款 19.76 万亿人民币。应该说，改革开放使得国力强盛的成果是举世瞩目的。

而现在，中国的外部世界正变得不安全。同样是国际经济和金融市场，正在对我国经济和金融提出越来越多的挑战，多年积累下来的巨大的国家财

① 本文发表于《中国发展观察》2008 年第 9 期，人民网、新华网等转载。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

富，也在饱受国际经济和金融动荡的侵蚀。同时，国内经济格局以及宏调政策走向，也越来越受到国际因素的制约。

事实证明，面对国际市场和全球金融领域的激烈竞争，疏于防范的侥幸心理和无所作为都是错误的，其代价也是过于昂贵的。除了及时应对，中国没有更多的选择。那么，如何在错综复杂的大国博弈中从容胜出呢？

第一，政府首先要清醒地看到当前问题的严重性并给予高度重视，要有危机感，尽早研究对策当断则断。例如对于国际大宗商品的持续上涨缺乏认知和避险防范，导致国内工业成本失控、通货膨胀恶化、国家整体的实际购买力严重下降，尤其是对国际石油市场波动防范应有预见性。

第二，有必要召集国资和金融资产管理部门、对外投资机构和有关国有大中型企业，认真总结金融投资和管理方面的经验和教训，尽快采取综合治理措施。在我国监督和制衡机制不完善的情况下，既往不咎是不明智的，或可导致一错再错、错上加错，届时必将危及稳定。

第三，必须再造国际关系中的“国家利益”价值观，把宏观调控以及金融改革的着眼点放之国际，尽可能多地保护本国国民利益。中国的企业被升值和高利率所困甚至不得不破产倒闭，在国内一片悲观惨淡的氛围中，国外的热钱在中国却正如鱼得水，躺在银行里就能取得两位数的稳定收益，他们的利润不是我们的损失吗？国家之间的交易关系其实很简单，我赚的就是你亏的，长远和潜在的利益诱惑往往是国际资本高手忽悠别人的最佳说辞。如果政府肯把贯彻“国有资产保值”、“严防国有资产流失”的决心和设防对象从国内民营企业扩大到外资和外国，用同样的标准来衡量和论证每一项政策、每一项交易，国家的损失就少多了，问题也就简单多了。

第四，高度重视国内资本市场稳定，高效治理市场积弊、修订市场制度、完善市场机制。

国内资本市场规模越来越大，市场结构和投资者构成也越来越复杂。但是，市场的大起大落很不正常，同时一直难以摆脱政策市的定位。从目前看，10 个多月的熊市似乎尚未结束，而很多汽车、钢铁和银行业的股票价格都已经跌到了值得收购的价格，许多知名的 A/H 股公司股价出现了惊人的倒挂现象，即使原油价格一度出现了十几年来罕见的暴涨，国际市场涨势如潮，但 A 股市场却依然死气沉沉，难以激起有效的做多热情，其原因究竟何在呢？

这里依然有国内机构对于原油走势的持续性缺乏认知的因素，也有部分权威人士此前过度看空中国股市的不良干扰。但值得重视的是，我国股市内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在的制度性缺陷较多，恐怕是一个很重要的因素。其实，不怕问题多，就怕效率低。市场的问题，业内的探讨和揭示已经非常多，问题是解决得少。所以，行政效率低下决定市场的效率也异常低下，无法真实反映基本面的变动。目前对比境外来看，十分孱弱的中国股市还是需要政策和制度才能让市场焕发生机。这就说明，制度不合理是关键，需要及时调整。

1. 需要对大小非的减持征收5%～20%的所得税。

对于大小非，笔者首先不赞成一些人认为大小非“扭转了股市供求关系，摧毁了估值体系，紊乱了市场发展预期”的过于悲观和片面的惊人之语。相反，大小非的存在对于中国股市一贯的过度投机是一个制约因素，可以有效防止估值体系的泡沫化，更不会影响到本应更加依赖于宏观经济基本面的市场发展预期。从我国金融资产的构成来看，尽管不能期望接近20万亿元的城乡居民储蓄存款全部转移到股市，但是，这个规模对于目前困扰A股的大小非解禁股而言，已经是相当巨大了。从发达国家的社会金融资产变化规律来看，股票的投资规模会扩大并且长期收益要远远高于储蓄。那么，在3～5年自行消化大小非的压力，不是没有可能的，也不会带来所谓的“崩溃”。

然而，也不是没有必要限制大小非；相反，很有必要。监管部门有必要考虑市场的合理诉求。

笔者主张应该通过税收手段加以调节，即对成本过低且不承担任何风险的发起人股份兑现的暴利征收5%～20%的所得税。这样做的目的主要是增加二级市场的稳定性，也是还股市“游戏规则”一个公正，为税收制度做个合理的突破。理论上，发起人股份不应该是通过二级市场减持获利的，他们应该对公司的长远前景负责。他们在发行时就享受了溢价，还是内幕信息的知情者，因此必须区别对待。从信用的角度看，如果要抛售公司股份，他们应该排在公司其他投资者之后，增加其税收，可以对其行为和获利空间有实质性约束。征税不是回收流通权，不损害股改的承诺和政府的威信。税务部门应该加紧论证对其征税的必要性和合法性。实际上，对于很多通过卖出股票套现数十亿元的大股东们，税务部门早就应该有所考量的——为什么不可以征收呢？从全国来看，各行各业有如此暴利而不征税的情况吗？在中国，股市是融资主导型市场，股市的投机气氛很浓，二级市场的投资者风险很大，大股东的诚信度又不够，过度融资也没有必要的限制。因此，总体游戏规则严重失衡，所以中国股市要健康发展，就需要对发起人股东征税。如果不征

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

税并促生二者的市场差异，那么，二级市场的普通投资者就永远只能做弱势群体。

2. 必须限制过度融资和规范新股发行。

实际上类似中国平安的过量再融资，已经发生过很多。2001 年的熊市，过度增发就是个导火索，就是它激化了两类股东的对立并最终导致了股权分置改革。

弊端和危害，大家说得很多了，实施起来就是一个比例限制最有效。例如大幅度提高增发的门槛并限制一次股本扩张不能超过 50% 或者干脆废除增发模式，直接恢复原有的配股制度，一次最大融资上限为原有股本的 30%。即使不是这么低，也确实需要用再融资比例加以规范，否则就很危险，很不公道。新股发行是一个更为突出的问题。在核准制的条件下，需要明确所有企业必须一视同仁，不能为国有大型企业搞特例。核准制既然要继续，既然可以干预发行价格，就不能允许任何企业在股市过热时把发行价格定得高得离谱。这实际上纵容了企业利用股市泡沫掠夺中小投资者。这个问题实际上性质很严重。这种情况不改，股市没有希望。

3. 国家必须明确强调：证券监管部门的首要责任是重点保护中小投资者利益。

美国证监会、香港金管局等职责定位，业内都是很清楚也是很敬佩的。但是，在中国证券业没有这个定位。这可能与中国的市场化进程有关。没有这个定位，证券监管部门就失去了专业立本的基础和群众基础。正是由于这个原因，中国资本市场的咄咄怪事层出不穷，上市公司之间甚至会相互仿效。为此，政府有必要根据国际规律促成监管职责定位尽快转变。这是全体中国投资者的强烈需求，更是中国资本市场的真正福音。这个定位将赋予官员以神圣的职责和独特的工作模式，有利于中国资本市场正本清源。

有必要强调“民族利益”。在国际环境日趋复杂的时刻，国内社会矛盾的新动向也变得异常突出和不容忽视，一些境外反对势力和利益集团借助经济、金融、留学等手段以及媒体渗透、利益收买等，构成了对中国社会经济和金融安全的新威胁。不少事实已经验证，国家经济、金融和信仰安全确实存在国内“买办”推波助澜的作用——值得有关部门重视。政府有必要在此时此刻明确倡导“民族利益”，结束一切外国资本和企业的超国民待遇，明确反对任何形式的崇洋媚外，甚至有必要在经济界、金融界和知识界公开打击和惩罚那些靠出卖国家和民族利益而大行其道的非法活动，从而为未来中国的金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融安全消除隐患。

对于一个正在崛起的大国，我们注定将遭受诸多的外部挑战。正确的决策来自于对世界经济和金融形势的前瞻性研判，要善于抓住主流和要害，随时做好两手准备。既要积极防范，也要争取利用矛盾和市场失衡，实现主动出击。

例如美元的走势值得政府和有关机构跟进研究并及早制定总体上的对外战略部署。不少专家认为，美元正在酝酿长期大底。这个走强是战略性走强，将以美国战略上亟须改善其国家信誉及其不可回避的金融制度改革所驱动。因此，美元走强可能早于美国经济放缓结束的信号，市场可能以美国总统大选为契机发动攻势。

不少专业人士认为，世界原油价格本轮暴涨已经完全脱离基本维持产需平衡的基本面，是发达国家投机资金和跨国公司联合操纵的结果，这样的价格危机的严重程度已经超出以往历次石油危机，目前已是强弩之末，本年度逆转的可能性非常大。加之频遭世界主要产油国指责和众多发展中国家的抗议和抵制，以及美国和欧洲经济对通货膨胀恶化趋势的敏感性过大的超常压力影响，考虑美国国力已无法支持其再战伊朗等因素，过度疯狂的世界原油价格正在进入阶段性调整，并有可能从此一蹶不振。但也有人认为，在2008年四季度，世界原油价格可能存在再度回升到每桶160～170美元的可能。不过，自此以后，油价上涨将有可能与商品期货牛市一同被美元的长期复苏所终结。所谓原油每桶价格会上涨到200美元甚至250美元，更多是某些利益集团一相情愿地危言耸听，在全世界经济都遭受原油严重困扰以及美元即将返身向上的国际大背景下，这样的预言就像“外星人将入侵地球”一样荒唐可笑。

目前除了原油和商品价格严重过高背离外，全世界最为不平衡的金融现象还有欧元的汇率被严重高估——以欧洲的实力无法长期维持1∶1.6的汇率①。

美国的次贷危机尚未结束且可能再度恶化，这种可能性到底有多大呢？国内的金融机构如何避免遭受更多损失？我们还能不能答应美国政府的请求而再度购买其“垃圾公司债”呢？政府在这方面能够发挥什么作用？要不要

---

① 欧元兑美元汇率自2008年7月下旬的最高1.6037点开始回落，三个月后跌到了1.2330点的低位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

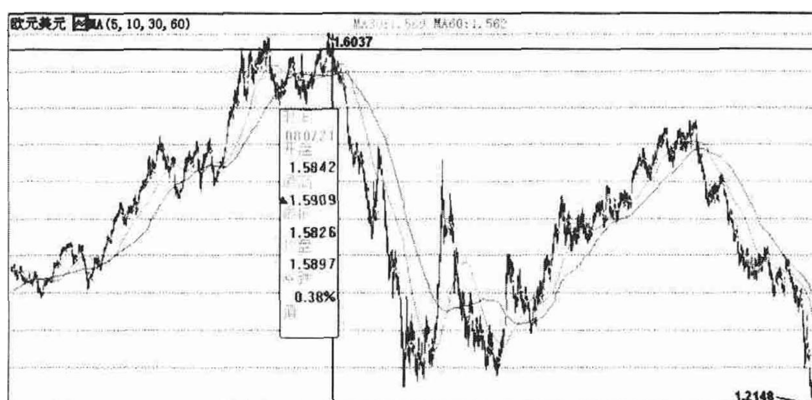


图 7－4　2008 年 7 月欧元高位回落

资料来源：中国金融投资行情系统 方正证券

纳入宏观调控视野？还是任由机构和市场完全自主？

在国内来看，须承认房地产价格过高的问题，以前确实治理失当，导致价格上涨过高、过快，群众不满情绪很大。并且，房地产行业的过快发展直接导致了经济的总体过热，催生了目前偏紧的货币政策，使得众多行业为房地产行业“陪绑”。值此我国经济遭遇内忧外困之时，终于看到房价回落了，大家却很难轻松起来。过去的“手软”导致今天的两难困局，实在值得深思、慎行。房地产行业依然是暴利行业，其危机很大程度上来自于过度扩张。现在的房价还是偏高的，为了人民的利益，应该给予房地产行业一个调整的机会。

外贸企业的阵痛已经出现，成本的持续上升是一个重要原因。汇率的单边升值，对本来利润微薄的企业是雪上加霜。企业转型和产业升级是一个长期的过程，宏观调控有责任熨平这种波动，保证社会的基本稳定。因此，出口补贴和退税政策方面应该有所作为；同时，升值的步伐该放慢些了。但是目前还没有看到人民币汇率的转势迹象，不知道外汇市场是否已经足够市场化还是外部压力过大。

通货膨胀对于中国来说，不会是一个比其他国家更为严重的问题。首先是我们的粮食基本自给自足，粮食安全不成问题；另外，在出口增速放缓的情况下，基本工业品和消费品并不存在短缺问题；对于比较短缺的能源，目前的价格管制措施以及节能降耗、发展新能源等政策措施都是明智的可持续的。由于世界共同利益的综合作用，原油价格的回落只是早晚的问题。在这



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个过程中，中国有能力保持稳定并最终胜出。国内从紧的货币政策，结合积极的财政政策共同运用还是必要的，但是，过度从紧的基础和空间已经不复存在。

最后的建议是，应当立即不遗余力地查禁和逼退非法入境的外资，亡羊而不补牢是很危险的事情。中国经济确实在持续高增长，人民币确实也在持续升值，储蓄利差也确实一直存在，但是，中国没有义务让这些非法外资赚取本来属于中国人民的财富。

以上问题对中国经济社会的宏观和微观影响非常重大，我国应该尽早论证其各种可能的变化并及时采取相应的市场措施，避免内外政策的单一性和盲目性，争取政策的前瞻性、预见性。

（2008－07－20）



后危机时代中国金融更应积极应对

中国推出融资融券，说明美国的金融动荡并未动摇中国高层对于中国金融创新的支持，毕竟，中国的问题是金融创新严重不足。

融资融券既然推出，下一步可以期待的应该是“T＋0”[①]，而后就是推出股指期货。这应该是一系列的安排，是有计划和有步骤的。尽管笔者对股指期货的社会效应心存忧虑，但是，业内对股指期货的准备和论证已经很充分，难以想象其会戛然而止。何况，如今的中国股市，大小非和股指期货，二者必须解决一个。目前看，股指期货已经成为最佳选择，可以很大程度上化解大小非们的压力。

金融投资就是博弈，关键是建立良好而完备的市场机制。社会效应将被摆在其次的地位。毕竟，富于风险的金融游戏总是少数人胜出，这是一个残酷的规律，但是总会有人前仆后继、乐此不疲。就如人终将一死，但是你不能因此让别人放弃追求，也不能打碎别人对财富的梦想。风险和收益相伴而

① 虽多次呼吁但未见效果，仍深信中国股市恢复“T＋0”只是早晚的事情，尤其是股指期货推出以后。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生并且是成正比的，重要的是制定并推广健康的游戏规则。作为历练多年的金融投资者，很多人还是非常期待这个高风险、高收益的创新工具的。按照目前的态势，个人仍然坚持认为，股指期货仍有作为一个完善我国市场机制的工具而被推出的可能性。这个预期如果是合理的，股指就会克服短期的困难，未来超越4000点将不在话下。而更高的空间，将留待货币及财税政策来创造。届时，中国股市将会再度傲视全球。

经过客观分析和冷静思考，多数投资人会更加理性地看待中国在本轮危机里面的得与失。短期来看，无论巧合还是必然，中国的损失确实是有限的；长期来看，中国持续发展的基础是稳固的；而且，不管有没有美国金融危机，经济增长方式的转型也是必然的。虽然难免伴随阵痛，但是，中国已经未雨绸缪，其中最主要的就是加大农业和农村建设力度，同时对宏观经济存在的主要问题摸清症候；各类财政补贴和转移支付也在有条不紊地进行。

客观条件决定一切，中国确实是有底气的。中国经济也有独立的资本，美国对中国的影响不应被片面夸大。历史已经并将继续证明，要相信中国应对国际考验和内外挑战的能力，30年的积累决定此刻更是如此。如果中国更有魄力一些，美国的危机甚至是中国的机遇。中国未来的国际空间和发展潜力不是更小，而是更多、更大。

自从加入世贸组织以后，中国与美国的关系日益密切，也因此积累了大量的外汇储备，为中国的崛起创造了前所未有的机遇和条件。在积累了大量国力（2007年中国贸易顺差约2600亿美元，其中1600多亿美元来自美国）的同时，尽管也有一些金融方面的损失，但是平心而论，这个损失是很难超越历史阶段的必然，中国可以承受，也是完全值得的。美国金融资本主义的提前崩溃，不但大幅避免了我国未来更多的损失，而且，为我国提供了宝贵的经验和教训。世界上很多国家也看到了美国这个超级大国的软肋，一个扭曲的单极世界注定将无法维持。而韬光养晦的中国，必将获得更多的国际资源（包括政治、金融和自然资源等）而加速脱颖而出。有了美国的前车之鉴，未来中国的经济和金融有望更加稳定而均衡。

对于未来一两年可能出现的困境，中国至少在四个方面具备抵御风险的势能，分别是巨大的财政和国家财富基础、广阔的基建市场和快速成长的低端消费市场、居高必下的货币政策空间和降税减负以刺激企业投资的可能性。对于应对未来的挑战，中央政府手中应该有很多牌可出。中国没有必要惊慌失措。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另外一个重大的积极转变是，目前随着全球经济减速的预期越来越强烈，国际商品牛市正在遭受严峻考验，通货膨胀的魔影正在悄然引退。中国越来越需要考虑应对通缩的局面。由此，紧缩的货币政策将确认拐点。

中央领导在2008年国庆期间集体亮相天安门并向人民英雄纪念碑致敬。在一片肃穆之中，笔者突然感到一种力量，甚至似乎感到了强劲的中国脉搏；在现场沉静的气氛中，深刻地感觉到：经受了2008年重重大考的中国领导层，他们是成功的，此刻的他们应该是欣慰的。甚至，凭着对国内外各种因素的权衡和把握，他们此刻甚至应该是释然的。中国不是一个幸灾乐祸的民族，但是，历史将会告诉未来：美国金融危机的爆发，确实值得年轻的中国倍感庆幸。该来的都来了，再大的风雨我们都能经历。中国未来的发展势头，仍然锐不可当。

美国金融资本主义的落败证明：西方放纵的自由化和超前消费远不敌东方民族的忧患意识，但是，忧患意识表现过度就会适得其反，就会丧失机遇。已经下跌70%的中国股市，还能糟糕到哪里去呢？

世界百年股市投资史告诉我们的经典结论是"长期投资者终将胜出"，同时，尽管会历经磨难，但任何国家的股市都应该是超越债券、地产和黄金而最有长期投资价值的领域。那些波段操作论者经过左突右冲后也甚至不得不推崇"当闪电打下来的时候，你必须在场"。那么，对于坚持了将近一年的投资者，还有必要出局吗？而对于尚且徘徊在市场外部，避免了电闪雷鸣的庞大社会资金，他们还在忧虑什么？倒是丧失机遇的风险，正在变得越来越大。

诚然，市场是存在制度性缺陷的。但是，纵观其他国家早期的市场，也存在过种种不足。刻意指责和过度悲观一样没有意义，我们必须承认，历史阶段是无法超越的。最近的救市措施也还尚且不能尽如人意，但是，只要政府有坚定的信心和不断的举措陆续出台，未来应该是值得期待的，制度的完善是必然的，那么市场的格局将会因此大变。目前的投资人不能改变规则，只能适应市场。

若等到一切都乐观起来，恐怕股价也早已高高在上了。

（2008－10－06）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



再议中国出路：加大货币供应、收购外资股权

2008年7月，世界金融市场已近畸形而疯狂，出于其对我国经济可能带来的不利冲击的忧虑，笔者撰文提出了这样几个主要问题和观点：①中国在国际金融市场中应该尽快变被动为主动，并应做好长期的人才储备和技术准备；②必须向过度上涨的国际原油市场宣战；③阶段性做多美元、卖空欧元；④必须放松国内货币政策；⑤明确反对人民币过速升值；⑥警惕粮食危机卷土重来；⑦学习美元经验并尽早启动人民币国际战略等等。

截至现在，尽管只过去了三个多月的时间，回头对照，应该说多数看似“大胆而激烈”的观点得到验证。其中最大胆的预测是判断原油市场的疯狂已经达到穷途末路，并指出中国必须要主动对其宣战而不是被动接受、听之任之。对于当时判断原油价格接近顶部的分析，笔者已经从多个角度作过论证，不再赘述。值得一提的是，懂得期货交易的人很清楚，按照这个判断操作，其收益是多么可观。而在这三个月当中，对于中国外汇储备最重要的一个事情莫过于做多美元同时做空欧元，按其操作，价值又是几何？

还有就是货币政策终于松动并进入下降周期，由此许多国内经济问题变得明朗起来。已经验证的问题或许就不再是问题了。只是想借此说明：瞬息万变的金融市场自有其内在的规律，从战略角度深刻理解和把握市场的动态变化已经成为当今研究和决策的基础要素。对于金融市场和经济形势的判断，不能只看眼前也不能单打一，要有足够的战略性，至少要从规律的角度看到几个月后的形势，不能直线思维或被市场误导而产生错误的逻辑推理和决策。

金融动荡来得快去得也快，坚持从战略角度看市场，应该还是有迹可寻的。另外，很多经济问题是环环相扣而且动态变化的，眼界一定要足够开阔才好，国际视野尤其重要。**在金融市场有个规律：“先知先觉者”以“后知后觉者”为食**，而“后知后觉者”往往会在强弩之末之际表现得最为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

活跃，殊不知他们的言论只是在“解释”和“演绎”而失去了建设性和预见性，除了推波助澜、误导别人或被一小部分精英善加利用之外，几乎可谓毫无价值。

这里做个比方：金融市场的情形大致是这样的——你掉到沟里之前，一般没有人提醒你，因为很多人看不到危险，即使偶尔有人提醒过，可能也被嘈杂的声音给掩盖了。你已经掉到沟里的时候，会有很多人围观，七嘴八舌地解释和分析你掉下去的原因。但是很少有人告诉你现在该怎么样爬出来。那个坑越深，你摔得越重，你所听到的言论或许就越可怕。那个最没有事前防范和预见性的 B 类人此时最脆弱，可能会直线思维地认为：既然都掉到这么深了，一定还会跌更深，以至于很多人认为天塌地陷都是很有可能的。结果坑里的人或许就被 B 类人吓死了，而 B 类人自己恐怕也跟着哆嗦起来。这时候，先前最有经验和理性的那些 A 类人很可能觉得：这个事件本身已经基本化解了风险，已没有原来那么可怕，他甚至会想办法找绳子救人，并安排自己下一程的规划。

沿着以上思路，我们审视一下目前的形势。在当前世界金融危机的情况下，还有哪些事情没有发生而今后发生的概率很大同时风险也不容忽视呢？个人觉得还是从货币市场和货币政策方面来看：全球都在向金融市场疯狂注入流动性，会产生很严重的问题。①救市资金何处来？②未来的流动性何处去？这是一个具有战略性的问题，这究竟会开启一个怎样的时代呢？中国需要提前考量和应对。

总体来看，史上罕见的金融救助可能会创造一个超级流动性泛滥时代，伴随出现的是阵痛之后的（虚假）繁荣而不是持续衰退，世界财富格局为此将从新分配，亚洲经济最有可能成为下一轮繁荣的领头羊，而且会逐步脱离西方控制及影响而逐步表现出更多的自主性和独立性。危机过后的几年里，人们可能会发现企业赢利比较容易，个人财富将增加很快，但是，相对富裕程度实际上并没改变多少。事实究竟如何，需要未来的数据说话。但是有几个事情预先提出来分析、思考：

第一，一定有国家借救市而大量印刷钞票，中国应如何应对？笔者个人以为，这是个超越国内经济政策的国际博弈，中国有必要尽快掌握真实情况并快速跟进，必须在警告有关国家不要滥印钞票的同时，适时适量地加大人民币的（国际）供应。同时加快国内从紧货币政策的回归，以防备未来国内外流动性的巨大差距，否则结果可能是：未来国内的相对流动性将不足，同时物价上涨压

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力巨大，人民购买力下降，内需增长和经济转型遭遇实质性限制，而未来超量供应的外资势必在中国购买大量低价资源和资产。

第二，世界各国都清醒地意识到，本次美国金融动荡的根源在于其脱离黄金而独霸世界的美元货币体系。根据经济学的规律，今后美元地位将遭遇挑战，黄金的储备价值会持续得到全球重视，因此，中国应当不失时机地增加黄金储备①。

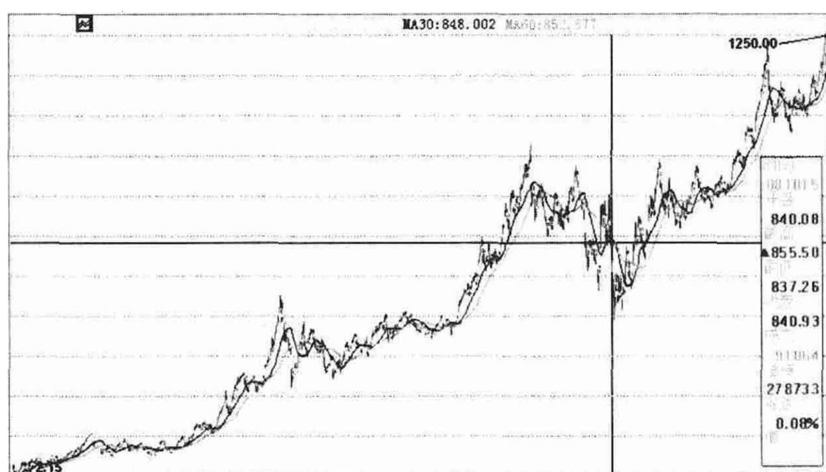


图7－5　美国黄金期货价格走势

资料来源：中国金融投资行情系统 方正证券

据中国黄金协会的数据显示，中国黄金储量预计1.5万～2万吨；探明储量世界第七。2007年全球黄金产量2476吨，中国当年的黄金总产量为274吨，居世界第二。2008年我国黄金产量预计将达到300吨，从而超越南非，成为世界第一大产金国。

从表7－1中我们可以看出，美国的黄金储备8133.5吨，世界第一，是中国的十几倍！而中国的黄金占外汇储备的比例仅仅为1.2%，中国黄金储备仅仅占前十名总储备的1/40。假使美国货币体系开始重新选择，而向以黄金为本回归的时候，中国就会很被动、很狼狈。

① 2008年10月15日以后世界黄金价格经过短暂的下调后开始不断创新高，至今升幅超过50%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7－1 世界主要国家官方黄金储备一览表

序号	国家（地区）组织	数量（吨）	黄金占外汇储备%
1	美国	8133.5	74.3
2	德国	3422.5	61.1
3	国际货币基金组织	3217.3	
4	法国	2748	58
5	意大利	2451.8	65
6	瑞士	1290.1	40.7
7	日本	765.2	1.7
8	欧洲央行	662.9	25.1
9	荷兰	653.9	56
10	中国大陆	600	1.2

资料来源：新浪网，2008－07－19

美国这些年之所以形成目前的发展模式，尤其是巨额的双顺差以及疯狂的透支消费，实际上都源自其无形中的“世界央行”地位。当然，现在看来，叫做“成也萧何、败也萧何”，应该说，本轮危机足够值得美国在未来转变路径。全世界各国都被深度牵连，也会逐步觉醒并施压。人类社会将从中得出的深刻教训是什么呢？其中最主要的一条就是：脱离黄金等实物支持的货币体系，是注定无法公正的，道德风险尤其无法防范，所以是注定要崩溃的。世界各国今后的一个共同任务应该就是逐步纠正这一畸形的货币体系，从而使黄金的战略价值将得到重新界定。

第三，金融局势一旦稳定，很多企业财务报表上的损失将很快得到回归和修复，金融机构随后重新焕发活力，而流动性过剩问题就成为心腹大患。首先可能出现向发展中国家持续涌入的高潮，此外，以粮食为主的大宗商品价格可能将再度受到威胁。因此，目前中国有必要联合多国力量，要求有关国家严厉打击全球金融、商品市场的过度投机和市场操纵问题，防止今后对实体经济造成进一步的打击。与此同时，甚至可以要求有关国家详细调查并公布前些年商品市场的主要参与各方及其资本损益情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四，国际汇率市场未来将出现巨大变化。美国经济衰退、美元利率走低和美国信用下降必将导致美元贬值。除非美国未来大量回收流动性——这需要具备很苛刻的条件而美国暂难具备，美元重回贬值之途的可能性很大，中国的外汇储备风险势必加大。无数历史数据表明，股权的长期投资是应对通胀、汇率变化等主要经济风险的最佳途径，在这个金融动荡的中晚期时代，区区债券收益实在可以忽略不计，必须千方百计实施更有魄力的长远战略投资。那么，目前绝对不要再增购美国国债，最佳的投资途径就是在未来持续购买公司股权；可以首选亚洲大公司的股权，因为接下来的世界繁荣应该是以亚洲经济为龙头的，不过亚洲公司可以消化的外汇储备可能比较有限；其次是美国和欧洲公司的股权——利用美欧经济衰退预期的未来机会，违规避政治难题可分散为财务投资。

第五，中国收购美国金融企业应该慎重抉择——虚拟性过大，更重要的应该是收购其他实体经济和产业类公司的股票。美国金融的黄金时代已经过去，美国复兴只有依赖实体经济的复兴，而世界各国将长期谨防金融风险并转而主攻实体经济发展。同时，经过本轮金融危机，西方金融需要较长时间的自我疗伤阶段，再度雄起并达到2007年的高度，可能要经历漫长的时间。另外，中国金融的国际出路，招商银行已经提供了一个最佳版本，不需要借助外国资本和文化所主导的金融机构。当务之急是收回国际资本对于中国金融机构尤其是银行的股权投资——考虑政治平衡要循序渐进回收。

总之，当前各种金融因素交互影响并且瞬息万变，既要看到问题和隐患，又要避免过分悲观——接下来的繁荣可能让你大吃一惊！既需要高度谨慎，也需要超常的智慧和勇气——不要忧虑短线的得失。利用这个时机，中国需要把握的是：尽量多地消耗和调整外汇储备并同时增发人民币，在国际市场上尽快回购中国企业的外资股份并买入更多对我国更具长期价值的东西，尤其是亚、美、欧等国的非金融企业股权。长远来看，中国的外汇储备应该择机坚决、大量地增持黄金储备。唯其如此，本轮金融动荡才真的成为中国千载难逢的大好机遇！无数论证已经表明，中国就是下一轮繁荣的龙头！如果未来策略得当，中国会提前10年成为世界经济霸主！

（2008－10－15）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



危机中的国策探讨和未来前瞻

2008年7月1日曾经撰写《中国的出路：攘外安内突出重围》一文，10月5日又撰写《再议中国出路：加大货币供应 收购外资股权》，主要是探讨我国经济政策和金融策略。现在看来，多数判断得到验证。为什么总要弄这么一个有“越位”之嫌的大题目呢？倒不是为了贪大求名，没有必要。只是觉得近期以来，中国面临的各方面形势罕见得复杂多变，如果没有国际和全局视点，很难清晰地认识局部问题。

期间因为认识问题，也作了一些回避。现在看来，逐步清晰起来了。很有必要结合最新形势和各方意见，再简单谈一下自己的看法。

第一，还是中国的国际策略问题，笔者感到路径确实越来越清楚了。

对外开放必然清浊夹杂，有得有失，但是，幸运的是，中国不但积累了巨大的外汇储备，具备了良好的风险抵御能力，而且改革开放30年来还在技术、管理、国际影响方面有了十分显著的进步。这些不是一时的市场波动和短期损失可以否定的。坚持开放是坚定的政策选择。

不过，外汇资产过于集中到中央而不是分散到企业，以至于现在成为焦点问题，为此需要改革强制结售汇制度。外贸顺差有可能结束高增长甚至会出现平稳回落，国家外汇储备的增长速度会逐步放慢下来。这个趋势和国家财政资金的总体态势一致。今后我们将会看到，中央财力“见顶回落”，这是必然，也只是表面现象，因为与这个过程相伴随的，是企业资本充足以及权限扩大，会进入下一轮政府色彩逐步变淡、企业自主性逐渐增强的经济活跃期。

从G20峰会的结果看，也有些值得重视的因素。其一，中国旗帜鲜明地反对贸易保护主义。这是明智的，因为中国现在是世界贸易自由化的主要受益国。这个呼吁对本轮危机中损失比较大的美国和一些欧洲国家的贸易保护主义分子，是一种警醒和挑战。个人觉得，主张贸易自由化是中国的基本策略。其二，中国有能力、有必要在国际金融体系改革中采取激进策略。日本目前走在前面，公开表示愿意通过追加资金的方式增加在国际货币基金组织

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中的发言权。欧洲巴罗佐主席甚至表示，欧洲愿意出让权重给中国以换取中国在国际货币基金组织以及世界银行中发挥的更大作用。如此有利的国际局面和国家机遇，以前只有在世界大战中的绝对战胜国才有资格取得。笔者相信中国断然不会错失良机，在2009年4月底前的G20会议上，中国应该有所表现。外在动力当然是因为人们对于美国主导的、60多年无重大变革的国际金融格局的不满。中国当前的策略应该是紧急部署，当仁不让。短期看，为庞大的外汇储备找到最有佳的出口；长期看，为中国未来挺进全球奠定更加稳妥的世界金融环境，结束以前的被动局面——例如更有利于制定世界金融规则以遏制和回避国际金融和商品市场的非理性波动，便于今后更多从国际金融组织而不是本国层面，对世界各国经济实施有原则、有条件的影响，扩大中国的发言权和对世界资源的支配权以及一些重大国际规则和秩序的建立。关于中国是否应该高调参与世界金融体系的重构，毛泽东的一句诗用在这里最为贴切，那就是："宜将剩勇追穷寇，不可沽名学霸王。"

第二，国内经济问题及金融策略。

尽管中国不是重灾区，尽管中国有能力通过强大的政府力量防止经济出现快速下滑，也不能忽视中国本身的问题。最主要的就是中国的外向依赖过重，过度生产和内需不足并存，导致独立性偏差等等。吴敬琏先生说得好，中国是美国发展模式失衡的反向失衡，必须从战略高度加以重视并逐步解决。笔者个人觉得，这种失衡是历史的必然，目前的任务是不要让它走到极端。在当前救助经济的综合措施中，对以钢铁企业为代表的过度生产型企业和行业，国家不应该再度回到减税并刺激出口的老路上去。不警惕盲目生产和重复建设，就说明中国政府和国内经济界对本轮危机的认识还不到位，今后还会重蹈覆辙。

另外一个问题是政府效率问题，关乎成败大局。这次政府启动4万亿元投资计划，社会各界的质疑、忧心很重，甚至弥漫着不信任情绪。为此，本届政府这个看似力大无比的手，压力应该也很大，也因此可以说，加大反腐倡廉工作到了最紧要的关头。

第三，关于中国的资本市场。个人觉得，本阶段关乎资本市场的两个重大问题——大小非和平准基金，似乎接近了下结论的时间。

首先，大小非，无论从中国证监会还是其他部委高级官员的表态看，近期实施限制的可能性都几乎不存在。什么时候可能？也许要等到资本市场足够开放了，从国家安全的角度实施限售；也许，永远不可能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以肯定的是，市场的价值中枢要适当下移。长期看，中国股市的估值水平向国际靠拢是大趋势。从大原则来看，产业资本与金融资本，发起人股东与流通股股东，都应该能够在资本市场平等博弈，而不应该设置任何价格歧视。

个人觉得，前些年，二级市场投资者对于新股的过度、盲目认购和炒作，应该承担主要责任。定价是由二级市场投资者定的，认购与否也完全可以自行选择，为什么反倒要说成本差距让别人负责呢？客观地说，这不合理。只能说明，中国投资者的投资水平还处于非常初级的阶段，即便是机构投资者，他们对全流通后的市场规则和投资原则还是需要深刻反思的。当然，所发行的流通股数量偏少是导火索，必须改革！个人认为，如果放弃对政府监管规则的过分不现实的期望后，中国资本市场自行走向成熟的一个必经阶段是：大幅度压低新股发行价格和数量，以市场手段对付不合理的发行，让发行失败来教训发行规则和过度融资。这个过程也许漫长，但是若不改变，就还将大起大落地祸害整个行业和所有参与者，届时也只能说是二级市场咎由自取。另外，就是存量恐怕也需要时间和更多资本来消化。监管部门人士曾测算，股改“大小非”解禁后套现资金仍将大量回流A股，实质上对市场构成的抛售压力只有2000亿元左右。（在12月份，上市公司限售股解禁股份合计233亿股，市值约为1749亿元，是全年的第二高峰。）在这个过程中，监管部门有义务防止极端案例出现，要切实注重对二级市场投资者的保护。其次，要尽量增加市场的吸引力，引入更多长期资本，缓解历史遗留问题。

个人认为，现在这样的点位和估值水平，大小非（限）问题不解决，不是什么完全不可接受的，市场必须适应新规则。不过，同时认为，那些极力鼓吹大小非（限）问题不解决，股市就永远没希望的观点，也是缺乏道理和过于偏执的。股票不应该只是提供短期暴利的场所，股票价格是来回波动的，机遇和风险一样随时都有，高位套牢的也需要波段操作，不可一味被动等待解套。

再来看平准基金。笔者个人的观点是，成立平准基金有助于缓解现阶段的市场矛盾，也有助于形成一种长期的稳定机制，尽管会因此产生一些问题，但总体来说，利大于弊。但是，在资金来源以及操作准则的制定都争论很大的情况下，确实有必要思考一下中国股市的平准基金有没有必要。目前看，似乎必要性并不大。这是由中国股市不同于其他任何国家股市的特点所决定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。上市公司国有股已经很集中了，再以“平准基金”名义引进更多国有资金，那么股市的国有乃至政府意味就更加浓烈了，不是什么好事情。关于这一点笔者以前的文章中提出过。不过，在市场最困难的时候，政府可以命令国有大股东增持，这样的“救市”既可行又有效。至于大股东的资本和套利问题，政府也可以态度鲜明地给予支持并将赢利收归国有，其功效相当于平准基金。当然，笔者也曾经提出，制度上也可以把上市公司回购变成法定行为——以跌破最近融资价格的一定幅度为底线。这也能稳定市场。

促使笔者判断平准基金不太可能出台的另外一个原因是外汇储备的投资选择。外汇储备不可以直接投资 A 股，但是可以投资港股。特殊时期，外汇储备、中投公司救香港市场的中资股，就可以稳定 A 股，而且成本较低。为什么呢？这样做，不但有效，还可以秘而不宣。不似平准基金，一旦成立，就会被各界盯住，还要持续披露，这在投资者结构日趋复杂的环境下，会产生诸多不便。

平准基金如果是用纳税人的钱，会有很多人反对，这是不奇怪的。如若成立，最好从最受益于股市的机构——国有发起人股股东的账户做文章。而这似乎阻力很大，不太现实。所以，类似过去的中国式救市，依然可以继续上演，加上外汇储备的妙用，没有到平准基金必不可少的地步。大家的期望值不必过高，而政府如果不推出平准基金，也没有什么奇怪的，更算不上是什么利空。

(2008－11－17)



中国外储须尽快战略增持香港银行股

一个超市的促销活动，也许仅仅就是优惠购买几斤猪肉和鸡蛋，但却可引来成百上千人的排队购买，甚至还会挤破门，更有甚者出现踩踏事故，致人死命。

这说明什么呢？当然首先说明了群众在乎个人的真实利益；还说明了一个重要的道理，那就是群众需要引导，也确实可以引导。

温总理在全国考察不辞劳苦，不厌其烦地激励大家的信心，一再指出：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信心比黄金还重要。为什么这么说？就是因为，总理深谙信心与经济和社会的重要性，没有了信心，不但经济会乱，社会也会跟着失控。这在其他国家也不例外。熟悉经济危机和金融危机原理的人都很清楚，一切的根源都在于人性的弱点，过度自信和过度恐慌，加之资本的超级贪婪，所以才使得本来简单的事情变得复杂和难以控制。所以，无论从国家经济战略层面还是政治和社会战略层面讲，此时此刻，没有比稳定和巩固国人信心更重要的事情了。

信心重要，本无争议，但是信心的建立，不是靠口号、靠说教来解决的。靠什么？要靠实力解决困扰民众信心的市场问题，解决被悲观论调和短期行为主导的市场非理性问题。面对境外市场的严重冲击以及反对势力的阻挠和破坏，面对国人的经验缺乏和盲目悲观，面对部分现金资本唯恐天下不乱地隔岸观火甚至是火上浇油，中国政府到了必须采取更加大级别行动的时候！

综合权衡之后，个人认为，最佳的行动就是：尽快利用国家外汇储备，在香港市场大量购买中资银行股。前面讲了其战略必要性。这样做的目的就是“围魏救赵”，保证中国市场率先稳定，中国信心率先恢复，从而保证中国经济率先见底反弹。从现实可行性上来看，中国庞大的外汇储备应该发挥它的积极作用，不能挽救世界，但在确保国家利益以及维护国家形象方面还是足够的。之所以选择增持银行股，不仅仅是针对外资的抛售，还因为中国银行股的权重大，而且价值确实被严重低估，增持银行股有利于保证战略措施的实施效果，也能兼顾长远收益和控制风险。

既然是战略举措，那就不是可有可无的，做就主动，不做就被动。假如此次不动用外汇储备稳定港股，那么，中国本来作为“基础最佳但遭受一定殃及”的角色，就有可能在多种因素的推动下演变成“国际金融危机的受害者和重灾区”。这其中，市场的非理性波动因素最值得警惕。果真如此，社会经济与政治后果将会十分严重。另外，外汇储备守株待兔也好，坐以待毙也好，都是错误的，美元的不确定性将使得我国外汇储备的保守策略遭受严峻考验。如不及时趁市场低迷这个机遇增持被境外市场严重低估的股票资产，那在今后几年几乎注定会出现的全球流动性泛滥中，就会败得一塌糊涂。如果中国 2 万亿美元之巨的外汇储备不但没有抓住这百年一遇的危机而适时配置股权资产，反而因为汇率因素而一贬再贬，那后果简直不堪设想。

专家学者、市场人士屡屡探讨和期待“外汇储备买 A 股”、“尽快设立平准基金”、“社保基金接大小非”，非是不知不可行，非是不知远水不解近渴，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恐怕都是为情势所迫，或者干脆就是“有病乱投医”了。个人以为，手段可以探讨，但是当前来看，危机不能不救，措施不能不出。外汇储备收购香港股票，是一个可行的、一举多得的综合举措，其对国际和国内市场都将产生重大影响。这个重大而积极的影响，一定会惠及中国未来几十年甚至上百年的国际形象和国家利益。

当然，外汇储备的出手，也不是港股这一条路，值得收购的资源很多，应该对此有个系统的部署。外资大量抛售银行股，官方的理由是其内部流动性偏紧，这并非完全不可信。外资在如此低价位的抛售，尽管有利可套，但是毕竟是在股市低迷期，比之股价高涨时期，利润有限得多。这对中国未尝不是个好事情。实际上，外资不但赚钱了，还在关键时刻干扰了中国的信心恢复和稳定。无论如何，这是中国的不智之处。因此，就更有必要挽回这个影响。不过，想等二级市场再出现美国银行的购买价，恐怕比较困难，或许那意味着另外一个市场灾难。

继瑞银、美银抛售中行、建行 H 股后，中行另一海外战略投资者——苏格兰皇家银行集团（以下简称“RBS”）宣布，全部抛售所持中国银行股份，套现近 23.7 亿美元。此次苏格兰皇家银行所持中国银行 4.26% 的股份全部向机构投资者出售，价格仅为每股 1.68～1.71 港元，比中国银行 1 月 13 日 H 股收盘价 1.85 港元低了 7.6%～9.1%。而后是否还会面临来自淡马锡或者亚洲开发银行的第三次抛售，是个未知数。有抛售必然有接盘。不过，据《华尔街日报》报道，由高盛集团中国合伙人方风雷管理的厚朴基金接手了 RBS 所售 108 亿股中行股份的 30%，斥资约 55.4 亿元。投资银行 Fox－Pitt 在报告中表示，苏格兰皇家银行减持中国银行是对后者的一个正面消息，因为接下来还能够沽售中国银行的大股东所持股权只占 2%。

外资正在紧急而集中地低价抛售中国资产，这样的事实发生在世界经济危机的大背景导致的中国内部信心也比较脆弱之时，绝不可以等闲视之。

原油价格是世界经济的信心指数，股票市场是中国经济的信心指数，当今时代市场指数是全球资本的指挥棒，而终极的决定权在于政府。政府有调控市场的责任和义务，政府出手，有四两拨千斤之效，要讲究艺术，但千万不能带有投机色彩。如果政府也立志于“买到最低”，这样的“调控”，市场是不需要的，甚至还有负面的效果。

不出意外的话，美国股市还要下跌，香港市场的稳定可能将再遭挑战。盛传李嘉诚都在抛空银行股和上海物业，说明香港方面受境外影响更加悲观，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中央不能听之任之。作为调控资源最为丰富的中国政府，何去何从，相信不久就会见分晓。

（2009－01－13）

东西方角力新支点与中国策略①

后危机时期，世界经济乱象丛生。此起彼伏的坏消息，夹杂着各国政府的救市举措不断出台，投资者的信心也随着金融市场的起伏而摇摆不定。

其实，从先失衡到再平衡的周期角度看问题，主流趋势就非常清晰了。再造新平衡的经济转型过程中，东西方各国的取向并非一致，但市场经济由激进到保守、由全面全球化到更加注重国内平衡是大趋势。世界经济虽遭重创，但强大的需求动力以及多国政府史无前例的一致救助和推动，加之投资时钟加快效应的共同作用，经济复兴会比以往危机有所加快。

（一）西方国家：兴实体经济、抑金融扩张

美国经济的问题在于消费与积累的失衡，以及金融与实体经济的失衡。奥巴马政府的经济刺激计划里面，包括了饱受诟病的“购买国货”的措施。这一提法虽遭到多国政府抨击，并且引发国际贸易保护主义的隐忧，之所以最终获得通过，是因为这符合美国的利益，反映美国各界恢复实体经济的强烈要求。不但如此，美国目前还基本确定了其下一轮引领世界经济发展的主导产业，那就是新能源。美国前副总统戈尔是这一领域的领军人物，他说过：美国要在10年之内结束化石能源时代，实现100%可再生能源发电。2007年2月新能源法案的通过，也预示了美国向新能源领域的进军才刚刚开始。根据新法案，到2020年美国汽车平均油耗必须降低40%，达到每加仑35英里。新能源法案还鼓励大幅增加生物燃料乙醇的使用量，使其到2022年达到360亿加仑。

此外，美国金融与消费的过度放纵，既是美元国际铸币权红利的大环

① 本文发表于《中国发展观察》2009年第3期，人民网、新华网等转载。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

境所决定，也是资本主义消费理论学说以及近年低利率的客观使然。不过，问题并非在于金融与消费本身，世间任何东西就怕“玩大了”或“玩过了”，那注定终将难以为继，或者说，都必将遭受被动修正。美国人需要储蓄，他们在未来的几年里不得不奉行“量入为出”的理性消费，这是美国经济复苏的难题之一，但是，这个转变是理性的、积极的，有利于世界经济重回平衡。

作为美国政府，虽然仍旧努力通过补贴或者减税等手段扩大国内消费，但美国政府财力有限，而滥发美元也受到越来越多的国际制约，所以政府推动消费增长的政策效果和空间必然大打折扣。这与中国的情况正好相反。透过一系列的表面现象，笔者预测，美国政府的矛头将长期对准金融业，主动削减冗余的金融业资源以有利于美国经济。这首先是因为金融业是本轮危机的罪魁祸首。其次，美国金融业贪婪的本性以及道德的沦丧已经使得整个金融系统变成了政府无力救助的无底洞。除了追逐暴利的投机，他们似乎已经彻底忘却了为产业复兴尽职尽责的本分，若不严加整改，就有可能旧病复发。第三，百年危机必将导致美元地位的衰落，加之美国金融机构信誉与实力大减，美国金融业必须收缩，这有利于美国实体经济的复兴和世界经济的平衡。

（二）新兴国家：重民生、促消费

中国经济存在的严重失衡，是与过度生产相伴随的储蓄过多、金融落后与消费不足相关。与美国相比，刚好是反向失衡。不同的是，中国加入世贸组织以后，积累起了巨大的国家财富，相当于为本次经济寒冬储存了足够的余粮，因此，被世界各国所羡慕甚至被视为“救世主”。

然而，中国未来的路其实并不轻松。未来三年4万亿元的政府投资计划，实际上只是克服当前危机的短期政策目标：防止投资的全面滑坡并代替市场消化国内严重的产能过剩。然而中国经济的长远目标毫无疑问应该是减少盲目生产、减少对外依赖并实现自我循环的平衡发展。这一切只能寄希望于国内消费能力的持续提升。为此，政府不得不在未来千方百计地减少企业和个人的负担，同时想方设法地增加居民收入，“补贴”、“减税”和“转移支付”等措施有望成为常态政府举措。以上措施分别拉动投资和消费的持续大宗投入，在未来对中国政府财力构成极大挑战。温家宝总理最近表示，我国正在拟订外汇储备刺激国内经济增长的计划，就是基于这样的背景。笔者预计，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财政部有可能继续向央行再度发行特别国债，换取实际上过度冗余的外汇储备，用于保障和支持中国经济转型。

未来我们会看到，中国近年来增长的财政收入、外贸顺差、外汇储备、居民储蓄等，都将增长乏力甚至很快出现下行趋势。这是合理的：中国经济要转型，两倍甚至三倍于 GDP 增速的财政收入必须结束，否则企业就没有积极性、增长就会缺乏质量、经济不可能可持续发展；出口的下降是贸易顺差减少的直接原因，这不单是因为经济危机导致的外部需求减少，也包括中国必须主动减少盲目出口的生产；外汇储备增长放缓或出现拐点，一是因为贸易顺差减少，二来对外战略投资和后危机时代的收购增加，三是外汇储备用于国内建设等原因。目前接近 1.9 万亿美元的国家外汇储备中，约 2/3 以上是美元资产。由于美元汇率的波动，近年我国外储一直处于被动局面，今后的不确定性还会很大，因此，盘活运用势在必行；最后是 20 万亿元的城乡居民储蓄，潜藏着巨大的活力，既是投资增加的源泉，也是未来消费增长的基础。从投资的角度看，扩大投资渠道和鼓励创业投资很重要——这为中国金融服务业的发展提供了广阔空间。不过，从未来经济结构调整的需求角度看，政府应引导居民储蓄更多地向消费领域转移。

目前中国的房地产行业并没有进入国家十大产业振兴规划之中，从房价以及当前的政策导向看，这轮调整的时间可能要比其他行业都要长一些，最终将表现为房地产价格在诸如政府限价房和经适房的打压下逐步调整到位。目前政府的改革重点还包括医改和教改，这既是解决民生问题，也是解决过度储蓄和消费不足的问题，殊途同归，服务于经济转型战略。

（三）在趋于保守的转型中再造新平衡

现在大家都说以美国为首的西方在衰落，而以中、印为首的东方在崛起。美国尤其不是一个甘于“端着金饭碗要饭吃”的国家，危机重重的美国目前太急于“咸鱼翻身”了，一个“支点”终于出现了，那就是农产品！

一般来说，在当今世界经济遭受重创的时期，在东方与西方都需要反思、转型和恢复的时期，期待任何价格的持续上涨都是一相情愿和不切实际的。不过，唯独粮食价格不然。研究表明，未来充裕的国际资本倾向于首选农产品市场，以挽救原油等工业商品江河日下的全面颓势。按理说，危机之后的美国和西方国家已经警觉，不会再轻易放纵各类金融投机，但是，恰恰从美国的国家利益角度看，粮食市场走牛有利于加快恢复美国执掌世界的战略进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

程。原因在于美国是世界上农业资源最多、最佳的国家——土地多到不得不实行休耕制度，技术高到单产和总产都居于世界前列，而且在不断出口的情况下还能够大规模开展粮食变能源计划。作为世界第一能源消耗国和世界第一粮食出口大国，在最困难的时候，其主导粮食价格上涨的愿望和能力，一点都不逊于目前其主导石油价格下降的愿望和能力。

中国的粮食问题只是一个脆弱的平衡，只要粮价持续上涨就会直击中国的要害，甚至会引发中国的稳定问题。此外，作为人口第二庞大国的印度，尽管农业资源相对丰富，但其农业政策长期失误已导致其农业千疮百孔，并且 2008 年就已经消耗了大量的战略库存。从全世界看，非洲人民还在挨饿，粮价上涨必将加重这些落后国家的社会动荡。

不少人还在为国内 CPI 转为负值而困惑，也有很多人开始担心通缩时代的到来，甚至预言通缩时代一切都不值得乐观。那么，去分析和研究一下粮食和食品价格吧，这个在 CPI 指数中占比最高的项目，不久甚至能够在 PPI 长期低迷或继续下降的过程中力挽狂澜，至少会使 CPI 指数不至于让人过分悲观。从这个角度讲，笔者支持央行不盲目跟随西方国家降息的意见。一是中国经济的刺激措施已足够多了，并不局限于降息；另一个主要方面是还要防止未来物价形势再次突变，中国的利率政策确实应该留有余地。

其实，粮食危机的端倪已经在 2008 年预演。不幸的是，美国国内形势失控，直接导致一轮本该惊天动地的农产品牛市的夭折。此后，粮食价格随着工业品价格飞流直下。目前来看，粮食价格下降得太快了。除了跟风，下跌的理由并不充分，不符合国际粮食市场的基本面，预计高价一定会卷土重来。国际农产品价格一旦持续上涨，中国的粮食价格是压不住的。今年大旱减产，若再次试图扛住国际价格的上涨，难度之大，可以想象。

尽管中国对粮食问题一直保持警惕，不断加大支农力度，但不幸的是，治标难治本。本以为中国因国际农产品价格回落而躲过一劫，不过 2008 年的大旱很可能导致粮食大幅减产，这使得国内的粮食问题再度严峻起来。这一次，预计除了持续提高粮价的改革以外，恐怕没有更多的选择余地了。

中国未来另外一个具有挑战性的问题是，如何确保有效减少盲目生产和由此引发的过度资源消耗以及环境污染问题。目前学界的策略大致包括人民币持续升值以自然消灭微利出口产业、加大资源和能源的税收调节减少企业的过度消耗、提高科技创新水平以增加产品附加值并改善国家产业结构等等。尽管这是个较为长期的进程，但是，转型的信号还是能为战略投资者提供很多有益的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考。在过度生产势必遭受压抑的同时，轻资产、低消耗的服务业在未来显然会备受青睐。从这个角度看，未来的金融服务、医药医疗、旅游业、新农业、新能源、娱乐传媒及职业教育与培训等，都将面临比较好的发展环境。

或许是由于信息、传媒的高度发达以及金融效率不断提升，全球金融市场的投资时钟出现加快趋势，同时各国经济周期似乎也更加易于把握。就中国近30年的情况看，10年周期可大致概括为："低迷调整约三年，持续上升约三年，高位繁荣再三年……"

目前正值全球经济低潮，再度活跃估计至少需再用一年左右的时间消化本轮危机的重创。如果以中美为代表的世界各国一起致力于经济体系的平衡修复，则可预计下一轮的经济繁荣将不会是简单的历史重演，而是人类经济活动的螺旋式上升。在中美战略关系相对稳定并且中国的主动性有所提升的国际大背景下，我们对世界新能源充满期待，对中国的消费增长以及持续发展保持乐观，并且有理由确信中国将是下一轮经济繁荣中会聚各国资本的投资乐园。值得特别肯定和欣慰的是，中国政府十分注重民生和就业，这也是发展中国家处理危机的关键所在，为未来社会的持续稳定和健康发展奠定了政治基础。但愿未来中国的增长不再依赖过多的化石能源和矿产品，世界经济也不再以牺牲地球环境为代价；也但愿下一轮的经济周期中，国际金融资本的监管环境会得以改善，至少不要让大宗工业品再来一轮冲击全球的"过山车"！危机过后，一个合理的局面应该是经济发展趋于保守与平衡，国内与国际的贫富差距有望缩小，绿色经济将促使社会更加趋于和谐。

(2009－03－02)

我国经济领域亟须开展"新五反"①

新中国成立初期，为了巩固国家政权和社会主义建设，1951年年底到1952年10月，我国在党政机关工作人员中开展了"反贪污、反浪费、反官僚

① 本文发表于《中国发展观察》2010年第1期，人民网、新华网等转载。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主义”的“三反”运动，以及在私营工商业者中开展了“反行贿、反偷税漏税、反盗骗国家财产、反偷工减料、反盗窃国家经济情报”的斗争。“三反”、“五反”运动打退了当时资产阶级的猖狂进攻，为实现对资本主义工商业的社会主义改造打下了坚实的基础。如今，新中国成立已经60周年，有必要针对当今经济领域的不良苗头，开展新的斗争，为迎接一个国强民富的新时代奠定基础。

近年来我国城市居民住房条件改善情况实现了巨大超越；卖房族、炒房族近年也收获颇丰，越来越多的有钱人正在搬进越来越豪奢的住宅里；房地产成为国家经济的支柱性产业，同时也成为持续的暴利行业。国家统计局发布今年前三季度的数据显示，中国商品房销售面积同比增长超过四成，其销售价格更是飙涨接近八成，中国房地产市场依然量价齐涨，一片红火。房地产价格确实一直在上涨，由于中国城市化进程以及当今货币政策等原因，我们甚至还有理由继续看涨。伴随着住房市场的不断升温，房地产投资与炒作日渐成风。以温州住房为例，居然有70%的购房人属于“投资型”，而真正用来居住的只有30%。新房开盘2.6万元每平方米，顶级地段每平方米均价已经达到了4.8万元。就连一些开发商都惊诧不已：年初1500元，现在青云直上20000元！这当然不是最高的，上海富豪追逐的豪宅，居然达到了10万元每平方米的高价，简直让人瞠目！更加疯狂的是，有不少专家在预测：本轮上海高端住宅的价格必将向着30万元每平方米挺进，而北京也将出现每平方米20万元的高价。频频出现的“地王”也正在印证着这样的猜测。看到这些，不得不说，房地产市场疯狂了！每平方米20万~30万元，对普通百姓意味着什么呢？有谁知道，这样的高价届时又将预示着什么样的危机呢？

看来，当前我们很有必要对房地产行业保持警惕，对住房和炒房文化中的不和谐因素进行冷静的思考和必要的反思。

中国传统文化一直在倡导和告诫我们：奢侈生活是危险的，讲究“生于忧患、死于安乐”。中国深厚的文化底蕴举世公认，有理由相信，即使商业化高度发达，即便功利化无所不在，也不能彻底消除国人内心已经根深蒂固的传统审美和朴素的价值观。

众所周知，未来中国发展的大目标是建设和谐社会，其含义广泛而深远。不过从经济意义上来说，和谐社会虽然不是“均贫富”这么蛮横和武断，但是逐步开始“新三反”是必要的、迟早的事情，具体包括：反暴利、反垄断、反投机。若再做相关扩展，还将包括反腐败和反奢靡，可称之为“新五反”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反腐败和反奢靡看似社会成分多于经济成分，但仔细揣摩，其实都是经济问题。

为什么开始“新五反”？首先，暴利行业多是制度、政策或市场畸形的产物，是对其他领域和全体居民经济资源和经济权利的公然掠夺或剥夺，长期来看，必须要坚决地反对；垄断是违背市场经济竞争原则的，长期来看，必然产生低效的恶果，更是产生垄断暴利的根源所在。全世界一直都在致力于反垄断，而中国经济领域的垄断有过之而无不及，必须要反；反投机也是必需的，主要是打击炒作行为，避免短期行为和盲目投机最终演化为严重不良的社会风气并危及我们立国之本的文化元素，避免不劳而获的虚拟经济走向极端失衡。美国为首的西方社会刚刚已经为基于虚拟经济反客为主的过度投机文化提供了活生生的反面教材，中国不能不尽早警醒和防备。发展中的中国，人均指标还十分落后，可谓任重而道远。未来我们要养活自己，要取得世界竞争优势，只能靠勤奋地劳动，而万万不能舍本逐末、自伤国体。然而，目前愈演愈烈的炒房风、炒矿风、炒股风、炒金风、炒油风等，已经开始后来居上，不得不说前景堪忧。如此下去，必然是人心浮躁、好逸恶劳成风，中国的生产制造业不可能不因此而没落，这对全国乃至全世界，都是一件十分可怕的事情。

那么，究竟如何开展“新五反”呢？这就需要有的放矢，采取“政策为主、市场为辅”的双重手段，逐步推出短、中、长期相结合的改革措施，逐步实现改革目标。

反暴利的首要目标是“让制度暴富阶层让利于民”。温和的举措就是引导这些资本回馈社会，否则就课以重税。目前最为突出的是，要及时向股市原始股股东征收暴利税，至于具体税种名称和是否追溯以往，可以具体商议。机构和个人原始股股东上市后的股权价值暴增显然是股市制度使然。风险收益比严重不对称，如果一直免税，显然有悖国家税收原则。在国家支出不断扩大而未来税增收可能遭遇潜在困难的条件下，尤其是目前税收过分依赖土地和房地产及相关行业的情况下，股市“原始股股东资本利得税”的出台十分有必要。此外还应该向资源型企业征收暴利税、在清晰核算成本的情况下向部分房地产业征收暴利税。与此同时，政府应率先垂范，采取措施控制土地价格，至少应该废除土地拍卖制度——类似股市的竞价制度，是卖方暴利的根源所在。

反垄断在我国的主要任务是反对国有垄断，主要措施和目标可概括为18

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个字："实施国退民进、逐步放开市场、实现自由竞争。"重点行业和领域主要包括能源、矿产、电信、交通、教育、医疗、媒体等。在这个问题上，专家们见仁见智。这里仅提一个想法：当政府强而有力的时候，我们看到国有垄断的经营与服务效率尚可，虽也因瑕疵而遭怨但不至于影响全局。然而，若大胆假设若干年后政府不太稳定了，届时国有企业的经营效率和履行社会责任情况又将如何呢？社会经济又将遭受何等影响呢？虽是退一万步的假设，但过分垄断的严重后果不得不防。值得注意的是：社科院最新发布的《中国企业社会责任研究报告（2009）》指出，从2008年分析结果看，我国100强企业（大型国有及垄断型企业为主）的社会责任整体水平仍然较低，94家企业的社会责任平均分为31.7分，整体处于"起步"阶段。

反投机的主要措施是行政与经济手段并用，目的是保障市场秩序，鼓励实体经济和稳健经营。反投机的经济手段主要是税收调节，如开征物业税、遗产税、矿产税等。行政方面需要不断改善监管理念和立法理念，依法保护合规经营，持续而严厉地打击投机倒把、弄虚作假、欺行霸市和操纵市场的行为。总之，今后数年应该充分利用国家资源、经济手段和市场力量严厉教训投机分子，建立良好的市场和经济秩序，防止发展方向走偏和实体经济受到不应有的冲击。

反投机还要重点防止"一窝蜂"。这个是在我国表现十分顽固和突出的经济现象——说白了就是人口众多前提下的各地区和部门盲目逐利的短期投机，也反映了全局规划和长远利益协调发展的重要性和紧迫性。例如本来前景美妙的新能源行业，刚刚开始就出现了光伏产业以及风电设备等的重复建设和严重过剩。而同样远期看好的养老产业，却似乎还在沉睡之中。这说明我国企业整体还处于缺乏远见和长远规划的阶段，亟须加以引导。

至于反腐败和反奢靡，与以上的"三反"实际上有异曲同工之妙，能够相互补充。当然，它们各自之间也有一定的因果关系：社会的奢靡之风源自暴利阶层和原有腐败阶层追求极致个人享受的带动效应，然后奢靡之风进而直接或间接地强化新官员的利益诉求，导致腐败日益猖獗。三者之间恶性循环，整个社会文化就会唯利是图、日益堕败。最近两高确定的反腐新罪名"利用影响力受贿罪"应该是一个巨大的进步，果真严厉执法，将对社会经济诸多领域产生深远的影响，未来的污染指数将得到明显地提升，社会空气会得到显著地净化，经济秩序也会因此而逐步趋于稳定。

说到奢侈和奢靡，我们注意到：经济危机后，全世界的奢侈品牌几乎都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涌向了中国。不完全统计资料表明，2008年我国奢侈品消费金额突破80亿美元，2010年有望突破120亿美元，基数不大，但增长很快，以至于全世界都在感叹中国对奢侈品的消费能力。这当然是事实，也有好的一面，说明少数中国人不但解决了温饱问题，而且提前进入了奢侈时代。不过说到底这不是什么好现象：奢侈品牌一般都是国外的，而且暴利成分最为突出，导致中国的先富阶层实际上是在向国外做利益输出；同时，国内收入差距过大的问题也可能因此得以尖锐起来。长此以往，后果堪忧！

还以房地产为例，个人认为其未来的变迁方向将代表中国经济和社会的演进方向——主要是如何协调各方利益的价值取向以及由此决定的社会经济格局。截至2008年底，我国城镇人均住房建筑面积达到了28平方米以上，是1978年人均住房面积的4.2倍，而部分发达城市的人均住房面积甚至超过了30平方米。这个标准当然赶不上欧洲人均40~45平方米、美国大概60平方米的标准，主要原因是我国主要经济资源的人均指标只是这些国家的十几分之一。同时，也有研究表明，美国的统计是把工棚都计算在内了，因为都是便于统计的私有财产。而我国的统计如果包含了公房和闲置住房等，实际人均值要高出很多。资料也显示，20世纪90年代初，人多地少的香港和东京，人均住房使用面积分别只有7.1平方米和15.8平方米。尽管如此，现在却没有人知足，大多数人还在倾其所有购置更加宽大的住房，房地产已经成为中国最大的吸金业。据说在美国，普通人五年的收入就可以购买一套住房，而在中国，许多普通人一辈子的合法收入都买不到一套像样些的住房。然而有房族和豪宅族从来不去想象无房族和房奴们的日子和感受。这是很不应该的。三五口人住数百平方米的豪宅或者别墅，这在中国已不乏其人，他们真的安乐吗？除了宽敞舒适的惬意享受，恐怕还有不少的寂寞和压力。高端商业化的人员雇佣费用和昂贵的维持费用，不是什么人都能一直轻松支付下去的。即便从投资的角度看，房租收入也已经很不合理，甚至低于同期存款利率，更不足以弥补其他开支。如考虑个人经营风险、社会政策环境变迁以及后继是否有人等因素，其中的多数人，将会因此长期背负巨大的社会和生活压力，部分“暴发户”更有可能昙花一现。

在西方不少国家，人们把住房视为基本权利，而闲置住房甚至被视为对他人居住权的一种侵害，所以西方社会不少国家对此严加制裁。据说荷兰的法律规定：如果一套住房空置一年以上，政府会协调业主向住房困难户无偿提供这些住房；在瑞典，政府甚至直接将无人居住的住房推倒；法国一些城

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市的业主不得不为闲置一年的房屋缴纳房款10%的罚金，第二年为12.5%，第三年为15%，罚金逐年不断累加。与此形成鲜明对照的是，我国城镇住宅的闲置率却不断攀升，国家统计局发布的数据显示，截至2008年12月末，全国空置商品住宅同比增长32.3%。一线大城市的住房闲置情况更为突出，与那些因为价格过高而买不起住房的城市居民形成了极大的反差。我们的社会和政府，一定要对此加以重视和改善。

值此经济尚未回稳之际，顺风顺水的房地产市场走势的确格外雄壮，不过一旦外需复苏，政府应该逐步对其进行直接调整（如贷款收紧、物业税和遗产税开征等）和间接打压——提供更多廉价住房。当那些炒房客、豪宅族发现商品楼的维持和传承代价十分高昂的时候，房价的牛头就会被牵制，人们对房地产的盲目审美情绪就有可能一朝突变。笔者以为，那个时候应该是中国不再需要房地产作为龙头的时候。也许最晚将在2010年下半年，就会具备这样的条件——经济回稳可导致外需逐渐复苏，随后美元加息和各国政府开始“退出”。这时候，中国政府只需象征性地开征哪怕0.5%的物业税就可以扼住房价迅猛上涨的势头。无论如何，一个理性的政府和社会不应该回避房价过高的事实，更不能眼睁睁地看着房地产价格失控。政府应该可以加大廉租房、限价房、经适房的供应，同时以采取税收举措加大炒房族和屯房者的财务负担，而外资持续性流入中国资产也可能被境外复苏和美元加息所减缓，当境内外的炒房族退出市场以后，房地产市场的真实购买力才会发挥作用，卖方市场有望终结。那些以为房地产牛市会伴随整个经济回升周期而持续上涨的看法，恐怕需要谨慎反思。而那些认为房地产是中国经济总引擎的认识，也是片面的——持续以房地产为龙头的经济只能恶化产能过剩，而过高的房价实际上会压抑全民在其他领域的合理消费。

社会早已多元化，对于住房认识和追求的定位自然也千姿百态。不过住房正越来越多地增加了其财富相关性，而其与个人身份、社会贡献甚至工作能力和幸福指数的相关性却正日益衰减，不能不说，这是中国改革的一大缺憾。近期媒体爆料部分国企已经在为员工谋取住房福利，引起加大关注。假使房价持续上涨，国企和部分政府机构变相向其从业人员提供福利房的现象只会愈演愈烈，而这很可能成为引爆民众对房改和住房问题强烈不满的导火索。未来除非中国出现整体的文化堕落，除非节俭传统失去了起码的生命力，则炫富行为和那些不体恤民生的政策应会逐渐失去市场和空间，我们的社会应该最终把房地产定位为民生行业而不是专门培育暴发户的所谓投资性行业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个经济崛起并且有望领导世界的文化大国，一个有气节、有智慧的民族，应该能给房地产和其他物质财富一个合理的定位，不会让暴利、投机、垄断、腐败、奢靡一直困扰我们和我们的下一代。

住房市场只是现代经济的一个侧面，许多问题与此类似或相关。真切地觉得，放任下去会埋下社会和经济危机的种子。若要防患于未然，就需要及时采取具有战略意义的综合措施加以应对，现在开展“五反”为主题的经济社会改革，其现实意义也许并不亚于开国初期。

（2009－10－19）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第八章

投资远景展望

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



并购烽火燃旺资本激情[①]

星星之火，可以燎原。那么，并购之火呢？笔者认为可以点燃资本的激情。

为什么说2009年要燃起并购烽火呢？是因为，并购的温床已经产生了，那就是：宽松货币政策＋超值低价资产。其中最为有利的条件是，由于种种原因，全球正在奔向零利率时代。

并购市场的催化剂也应运而生。2008年12月9日，银监会出台了《商业银行并购贷款风险管理指引》（以下简称《指引》)。这个办法诞生了一个新鲜名词，叫做并购贷款。并购贷款是指商业银行向并购方企业或并购方控股子公司发放的，用于支付并购股权对价款项的本外币贷款。并购贷款用于支持我国境内并购方企业通过受让现有股权、认购新增股权，或收购资产、承接债务等方式以实现合并或实际控制已设立并持续经营的目标企业的并购交易。该《指引》规定：并购的资金来源中并购贷款所占比例最高可以达到50%，而且并购贷款期限可以达到五年。

并购贷款政策注定将成为中国金融市场的一个里程碑式的重大突破。按照1996年出台的《贷款通则》规定，商业银行贷款一直禁止用于股权性质投资。所以，在此之前的12年，中国完成的所有并购，几乎都是在企业自我积累的自有资金基础上展开的，偶有变通，总体上仍然是十分保守的。

这样的一个重大突破，一定会导致中国的金融领域发生深刻、持久而重大的变化。不过，笔者所看到的是，产业资本如获至宝，兴奋之情难以抑制；而金融资本，则多以冷淡视之。以证券投资基金近期的表现看，个中绝对多数没有意识到这个政策意味着什么。他们中的很多人，还在沿着和2007年底同样落伍的“顺势思维”在看待和衡量中国资本市场的前景。很少有人能够超越眼前的彼此守望和斤斤计较。

统计数据显示，2007年国际并购市场规模达到了5万亿美元，按照同样

① 本文发表于《证券导刊》2009年第1期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的统计口径，国内市场也达3万亿元人民币。数据也显示，美国资本市场中，并购交易额一般是IPO融资额的10~20倍。相比之下，国内市场并购业务的规模还是小得可怜的。导致差距的一个重要原因，就是西方发达国家的并购有几倍甚至几十倍的杠杆效应，而此前中国的产业资本几乎没有任何杠杆。并购贷款出台以后，情况就会截然不同了，中国并购的发展潜力将得到持续地释放。甚至有专家预计，未来10年，中国很可能会成为全球并购活动最为活跃而集中的地区之一。

并购贷款获得监管放行，可以说是帮助国内企业应对当前国际金融危机冲击的重要手段，为保增长、扩内需、调结构，新增了又一金融引擎。目前，不少企业在全球金融海啸中惨淡经营甚至濒临倒闭，同时，很多拟并购扩张的企业也因资金问题而焦虑，并购贷款的推出正好为其提供了融资渠道。企业并购机会往往稍纵即逝，而贷款是收购方最便捷和高效的资金获取途径。

《指引》的发布，意味着企业在从事并购过程中，将获得银行贷款的大力辅佐，“过桥资金”此后将名正言顺地参与企业并购活动，势必对未来企业购并、重组等活动产生重要的推动作用，对我国经济转型和股市长期稳定发展也具有非常重要的意义。

企业并购固然是以优并劣、以强并弱，但有了信贷的支持，诸如几年前联想并购IBM的PC业务的“蛇吞象”，有望在今后不断出现。实际上这一案例中，工商银行也确实为联想破格提供了大量信贷支持。

由于社会的优质资产集中存在于股市当中，加之操作的便利性和上市公司特有的融资优势，所以预计未来的并购烽火也将主要集中于中国股市。根据对《指引》的研究发现，银监会甚至并不反对在二级市场展开并购，换句话说，二级市场并购也照样可以获得商业银行的信贷支持。这是银行资金首次合理合法地进入中国股市。除此之外，银监会还特别指出，会支持“走出去”的国家战略，给予海外并购以信贷支持。

我国股市是一个惯于大起大落的市场，目前因遭遇国际经济危机而持续走弱，许多公司出现了明显的低估。并购贷款的推出，有助于调动起产业资本收购的积极性，使得这些市盈率和市净率都偏低的上市公司，增加被收购的机会。这种并购效应，又会对整个市场的低迷气氛起到带动和示范效应。通过这样的收购，一些产业资本会更轻松地取得上市资格，也将有更多产业资本能够借助并购贷款和资本市场，实现产业整合和产品升级的目的。

银监会在2008年年底火速推出并购贷款政策，据说其中一部分原因正是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迫切希望稳定包括股市在内的金融市场。其原理就在于部分公司过低的股价因为潜在并购发生的可能而受到暂时的支持，甚至其中不少低价公司可以更加快速地上演“乌鸡变凤凰”的资本传奇。当然，对于原本强大的国企和央企，他们的机遇就更多了。作为银行信贷支持的重点，他们将获得绝大多数的可用并购信贷额度，以加快其在海内外寻觅并吞并适合他们产业升级并出现协同效应的目标资产和目标公司。笔者以为，这种突如其来的外生成长性，值得投资者超越目前看似悲观的基本面加以考量。从资本市场以往的情况看，并购活动带来的投资增值速度远远超越普通的价值投资。

并购贷款的推出，在全流通的市场中也有利于并购活动从政府主导变为市场主导。未来两年到三年，上市公司兼并重组的案例应该会明显增加，股市的活力将因此得以改观。更深刻的意义在于，并购活动的极大活跃可有效促进我国经济结构调整、产业升级和行业整合，为经济增长方式转变提供有力的金融支持。

另一方面，作为并购活动升级的结果，股市的活跃和增量资金的不断进入，可以有效缓解证券市场上大小非减持带来的资金压力，缓解证券市场供求关系失衡的局面。

以往世界并购史表明，大型并购浪潮往往先于经济复苏而兴起，并在经济增长到达顶峰之前提前进入高潮；而当经济繁荣逐渐升温之时，并购活动就开始降温，直到并购业务达到冰点之后，经济衰退乃姗姗而来。研究表明，并购活动的超前性与货币政策的超前性有着密切的关系。

目前正值全球经济低迷期，而各国货币政策正无限接近零利率，资产和资源价格也为并购提供了绝佳的历史机遇。有理由相信，一个新的并购浪潮将悄然而至，并在全球范围内逐步兴起，直至达到新的高峰。鉴于中国的多数传统行业均处于典型的“散乱差”状态，预计下一轮的并购热潮，有可能主要集中在发展中国家，尤其是作为世界上为数不多的、发展前景最为明确的中国。而且，中国的并购，不但能在国内如火如荼地展开，而且还具备在境外收购方面大显身手的客观条件。由此来看，并购信贷政策的放开，对于流动性相对充裕的中国和中国企业而言，堪称如虎添翼。

笔者还注意到，随着创业板的即将推出，上市公司的分拆上市以及公司合并等资本运作，也必将逐步兴起。而这些活动，都有可能得到包括监管部门和商业银行的重点支持。加之不久前开始实施的 PE 信托以及中国证监会 2009 年拟正式实施的融资融券和股指期货等金融创新政策都可以说明，在西

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方各国去杠杆化的过程中，中国金融正在积极地逆势而上，中国的金融和资本市场，不久一定会因此而彻底改观。

按照目前的研究结果，大多数专家认为，中国经济以及上市公司业绩将在明年第二季度触底回升。而资本市场的规律表明，股市的回升可能会提前3～6个月。为什么会提前回升？笔者最近的研究就是答案：总是提前于经济周期的并购行为。值得庆幸的是，在中国，未来的并购得到了政策的大力支持。由此，再次提醒大家，即使海外顶级的经济学家和政府要员，也不得不佩服中国政府在2008年的综合表现。在此认识基础上，笔者曾经在《危机中我们信仰何在》说过："在这个市场和市场中人都已经严重迷失的时期，跟着政府的导向走吧，这似乎已经是我们最后的理性象征。"

2009年，我们可以期待的是什么？首先，笔者毫不动摇地坚持已连续几个月以来的乐观，那就是2009年中国经济会提前于世界经济见底而见底。其次，大家比较明确的期待就是融资融券、股指期货和创业板。最后，就是今天所分析的并购的空前繁荣所带来的深刻变化，以及上市公司合并、分拆上市等资本市场动向。笔者权衡认为，2009年的股市将因为众多史上罕见的金融创新和进步，而使得宏观经济的影响相对弱化，更多的机会来自产业资本和金融资本共同推动的"资本运作"。

当然，就宏观层面而言，减税减负也是一个史上难得的历史机遇。经济增长模式的转变，将开启中国历史上一个收入和消费相继增长的伟大时代，未来将会证明，这是一个长治久安的必然战略选择，一切的改革将围绕这个目标而前行。股市的财富效应也必然会被成功地激发出来。个人以为，这是经济模式能否成功转型以及中国自下半年以来一系列激励政策是否有效的典型标志。大搞基本建设，继续靠投资拉动经济，这只是应对国际经济危机的缓兵之计，潜在的发展方向才是我们需要格外关注的。赢得2009年，就会赢得未来的30年，因此说，只能胜，不能败。有如此扎实的经济基础和如此众多的经济政策相继作保，理性地说，中国也不会失败。换个角度说，如果中国失败，那么，谁还能胜出呢？难道一次经济危机真的就这么迎来了世界末日？回顾历史、放眼未来，都应该说，不会的。要知道，世事深邃，学海无涯，不往前看的人是很危险的。笔者深知，即使是顶级经济学家的视角，恐怕也不会那么深刻和无所不察。但是，笔者相信大家还是应该能够看得更深一些、更远一些的。例如说美国救市资金的去向，谁能说清楚？这迟早要有人追究，而这个追究，对于未来的世界，只有好处没有坏处。这只能说明是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人心作祟的成分很大。人心变了，世界就会快速恢复应有的本色。又例如中国的人民币终于开始走向东盟和其他邻国，这对中国究竟意味着什么？有好处，大大的好处，印证了中国在享受危机之“机”，也必将突破眼前的暂时困境而继续崛起之路。还例如，你对美国乃至世界前景悲观，但是，你有没有从战略角度去探察中美之间的战略互助究竟有多少深度的默契和不宣的内涵？也许你不必详尽地知道，但是，能够确信的是，作为问题多多的美国的最大债权人，只要用心去想一想，就会发现，中国的国际环境其实比任何时候都好。

回到政策的持续开放和产品的逐步创新，他们正在一步步地深刻地改变着中国金融市场的博弈格局，股市与股市的真实主导者——产业资本，将在2009年不期而遇地相得益彰，迸发出令人目眩神迷的激情之火。作为重要的参与者，先知先觉的金融资本，将会因此而获得超值的投资收益。如果要笔者在年底有什么明确建议的话，那就是：虽然金融危机余孽犹在，但是2009年的机遇远大于风险。不要离开中国股市，因为股市几乎是普通人赢得未来、分享中国世纪的唯一途径。

曾经铺天盖地而来的苦难，正在随着2008年的脚步而姗姗远去，在这辞旧迎新的日子里，请相信笔者真诚的祝福：2009年必将成为中国金融市场震惊并激励全世界的一年！觉醒的中国资本将里应外合、捷报频传，陆续出逃美国的资金也有望最终加入进来。曾经深度困扰国人的迷惘、悲伤和恐慌，将被2009年的春风一扫而光。如果我们懂得珍惜机遇，那么，迎接我们的，将是一个超过大多数人想象的、更加美好的新世界！

（2008－12－29）



A股进入全流通时代

2009年中国A股即将迎来全流通时代，特对此问题做一个简单的归结和剖析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（一）“大小非”和“大小限”

上市公司2005年起陆续进入股改程序，大部分在2006年实施股改。此前承诺限售期为12个月和24个月的股东所持限售股大多已解禁，2009年大部分上市公司限售股的法定限售期已结束，同时承诺限售期为36个月的股东持股也开始解禁，称作“大小非”。另外，2008年首发公司的战略配售部分和定向增发部分的限售股也将在2009年进入解禁期，这部分股票称为“大小限”。

截至目前，1602家A股上市公司中，尚未完成股改的公司有51家，占比3.19%；已实现全流通公司33家，占比2.06%。

（二）未来两年限售股特点

2009年为解禁最高峰。

2009年全年涉及限售股解禁的上市公司共有1138家，合计解禁股数为6850.94亿股，占A股总股本的37.81%，接近2010年的2倍，合计解禁额度为34587.11亿元，占A股总市值的27.16%。2009年是限售股解禁股数最多的一年，占到2008年底无限售条件A股的105.70%，在2009年，流通A股股数将会翻倍。

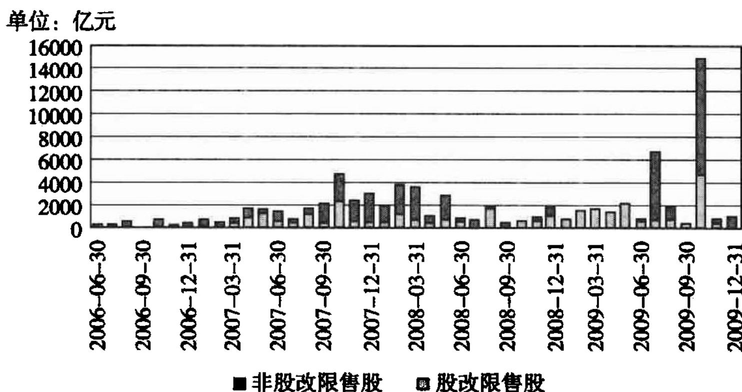


图8-1　2006年6月~2009年12月限售股解禁额度

2009年涉及股改限售股解禁的上市公司为982家，按最新收盘价计算，合计解禁额度为14436.29亿元，比2008年的8023.77亿元，增加八成。其中，月解禁额度在1000亿元以上的为2月、3月、4月、5月、10月，分别为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1338.49亿元、1593.47亿元、1134.81亿元、2133.71亿元、4640.18亿元。其中，10月份一个月的解禁额占到全年的32.14%。

未来两年，限售股以首发限售股为主，约占全部的70%，而股改限售股仅占30%。而且，这30%中的“小非”（持股比例低于5%）比例较低，仅为3.09%。

（三）2009年解禁股情况比较突出的行业和公司

2009年解禁的首发限售股份主要集中在金融服务业，其次是交通运输业和有色金属行业。当年股改限售股居于前三的行业依次为：石油化工、公用事业和信息服务业。

据《投资者报》测算：2009年，小非所持有的解禁股重点分布在金融服务业、有色金属业、房地产业、交通运输业、机械设备业等五大行业中，这些行业因此被视为危险地带。其中，金融服务行业中需要防范招商银行、华夏银行、深发展A、海通证券、爱建股份等10多家上市公司的小非。此外，其他几大行业中，紫金矿业、宏达股份、华侨城A、保利地产等数10家公司的小非套现可能性也比较大。以紫金矿业为例，2009年4月25日，将有8家小非手中所持有的23.30亿股限售股上市流通。

2009年股改限售股解禁2076.69亿股，其中大非2012.62亿股。股改解禁涉及982家公司，其中解禁额度在100亿元以上的有15家。前十大股改限售股中，仅有招商银行和华夏银行的小非解禁占比超过40%，其他八家几乎均为大非解禁。

解禁股数占目前流通A股比例在50%以上的公司有371家。其中，100%以上的有127家。上柴股份、耀皮玻璃、深高速、大江股份、上电股份、中国石化、一汽夏利、双钱股份、ST盐湖、新湖中宝、外高桥、京能热电、马钢股份、特力A、中江地产、中国国贸、古井贡酒、深赤湾A、深纺织A、华电国际、*ST中新共21家公司的解禁比例高达200%以上。

首发、增发等其他限售股解禁的公司有223家，解禁额度在100亿元以上的有11家，分别是工商银行、中国银行、大秦铁路、上港集团、大唐发电、中国国航、保利地产、紫金矿业、上海汽车、广深铁路、太钢不锈。其中，工商银行、中国银行的解禁额度在5000亿元以上，分别在10月份、7月份解禁。这两个月解禁的首发限售股占全部首发解禁股总量的91.43%，工商银行和中国银行两者的解禁量占2009年首发解禁总量的91%。解禁股数占目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前流通A股比例在50%以上的公司有115家。其中，100%以上的有64家。中国银行、工商银行、中国国航、紫金矿业、金智科技、海鸥卫浴、世博股份、大秦铁路、生意宝、南岭民爆、国脉科技、海马股份、金螳螂、东华合创、苏州固锝、水晶光电、中工国际、联合化工、孚日股份、太阳纸业、潞安环能共21家公司的解禁比例高达200%以上。

（四）以往年份解禁及套现情况回顾

1. 解禁情况

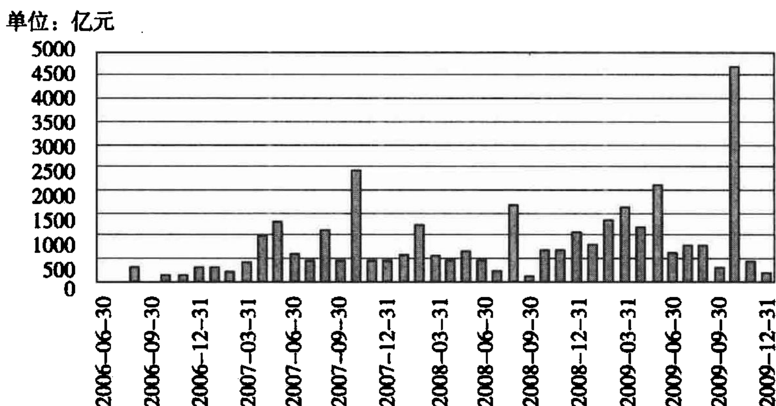


图8-2　2006年6月~2009年12月股改限售股单月解禁额度

2007年单月股改限售股解禁额度在1000亿元以上的月份为5月、8月、10月。其中，10月份的解禁额度最高，达到2492亿元。“巧合”的是，大盘在2007年内两个重要的高点分别在5月29日和10月16日形成。

2008年单月股改限售股解禁额度在1000元以上的月份为2月份和8月份，而2月份和7月底均形成了下跌阶段的阶段性高点。解禁额度高的月份创出高点后回落的概率偏大。

从首发、定向增发等其他非股改限售股解禁的情况看，此前从2007年9月份至2008年3月份为解禁额度大且密集的阶段，也是二级市场下跌幅度较大的阶段。

2009年的解禁额度为20151.34亿元，比2008年的13158.19亿元增加53.15%。目前看，非股改限售股解禁压力主要集中在2008年的7月份和10月份，解禁额度分别为6083.86亿元和10326.18亿元，占全年非股改限售股解禁额度的30.19%和51.24%。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009 年单月解禁额度在 4000 亿元以上的月份为 7 月份、10 月份，值得警惕。

2. 套现情况

2006 年仅有 35 家公司的 24 亿股，合计 52 亿元。

2007 年共有 340 家上市公司公告解禁后的套现，减持合计为 54 亿股，占全年解禁股改限售股总数的 9.68%，套现 898 亿元。累计减持额度最大的前五家公司为中信证券、辽宁成大、格力电器、吉林敖东、南玻 A。套现额度较高月份后的次月出现调整的概率较大。

2008 年 1～10 月，共有 259 家上市公司公告解禁后的套现，减持股数合计为 28 亿股，占前 10 个月解禁股改限售股总数 579 亿股的 4.84%，套现额度为 340 亿元，占前 10 个月解禁额度的 5.36%。解禁股票有 5% 被套现。其中，平均每月套现额度为 34 亿元。累计减持额度最大的前五家公司为民生银行、辽宁成大、中体产业、西部矿业、大众交通，均在 9 亿元以上。从 2008 年各月份套现的额度情况看，基本呈现下降趋势，套现额度在 100 亿元以上的月份仅为 1 月份，为年内高点位置。

中登公司自 2008 年 7 月开始公布股改限售股解禁和套现数据，截至 2008 年 10 月，累计被减持的股数为 272 亿股。而累计公告减持股数为 106 亿股，占实际减持股数的 38.97%。无须公告而被减持的股数占到实际减持股数的六成。这是因为，持股占总股本比例低于 5% 的股东全部减持，和持股占总股本比例高于 5% 的股东减持 0.99%，无须发布公告。中登公司月报统计数据显示，截至 2008 年 11 月底，小非减持占比为 44.38%，大非减持占比仅 10.56%。

以往数据表明，市场上升阶段，大小非套现额度较多。如 2007 年的 4 月份和 5 月份公告套现额度均在 120 亿元以上，8 月份和 9 月份均在 80 亿元以上，2007 年 12 月份和 2008 年 1 月份均在 100 亿元以上。相反，在下跌行情中，套现额度均比较小，如 2008 年的 6 月、8 月、10 月，均在 11 亿元以下。10 月份增持规模因法规限制比 9 月出现缩减，但仍超过套现额度，为套现额度的 1.4 倍。11 月份尽管由于上升行情的出现引发减持现象增多，但为场外资金的进场和控股股东的增持行为所化解。

2009 年随着限售股解禁规模的扩大，套现压力也大增，不过，投资者可根据解禁额度及公告套现情况把握市场运行波段。若减持规模在 100 亿元以上并持续两个月则需谨慎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（五）限售股市场总结与展望

据 Wind 数据显示，2009 年共有 1184 次限售股解禁上市情况，涉及 1127 只股票，全年解禁数量为 6906 亿股。以 2008 年 12 月 31 日收盘价计算，2009 年全部解禁市值大约为 3.2 万亿元。

国企“大非”占绝对优势。考虑国有企业控股的需求以及中央维稳股市的需要，预计实际抛售压力并不突出。例如，占 2009 年首发解禁总量 91% 的工商银行和中国银行，解禁股份主要是实质控制人（财政部和汇金公司），大幅减持的可能性并不高。又例如 10 月解禁 570.88 亿股的中国石化，占当月解禁股总量的 94.18%，其控股股东为中石化集团，预计实际减持的额度也不会大。

不考虑中国银行、工商银行和中国石化，2009 年全年解禁量为 2123.49 亿股，超过 2008 年全年解禁量的 30%，占目前全部流通 A 股总量的 32.76%。

Wind 数据统计显示，截至 1 月 7 日，已有 9 家上市公司公告了 15 笔（其中 11 笔发生在 2008 年年末）“大小非”减持的交易。合计减持数量为 5147.44 万股，按其减持期间的股票均价估算，减持金额达 3.80 亿元。

2009 年有望推出股指期货和融资融券。新的衍生金融产品和创新业务的推出，尽管短期内会造成资金分流，但中长期有利于市场消化限售股压力。

此外，经过 2008 年的深度下跌，A 股市场估值水平处于多年的低点，逐步激发了产业资本和“PE”们的投资兴趣，一定程度上提高了 A 股市场的稳定性。另一方面，从长远来看，目前十分低迷的中国股市，确实也正是产业资本和 PE 们战略投资的最佳时机，不少股票具备获得超值收益的可能性，甚至比一级市场更有投资价值。2008 年最后几个交易日金风科技、海通证券、中国太保限售股陆续解禁，二级市场股价不跌反涨，就说明这个道理。它们共同的特征：解禁数量比较大、限售解禁股股权分散、短期内后续解禁压力小。

由于限售股数量一般较大，最初的持有人，尤其是“小非”或“小限”倾向于通过场外交易一次性折价（约 10%）转让、套现，给产业资本和 PE 投资增加了大宗交易的机会。不过，在即将进入全流通的市场中投资，需要对上市公司仔细甄别。有四个要点：①尽量回避流通股偏小而限售股集中的上市公司；②要选择经营稳定并兼具成长性的公司；③其价值低估且限售股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有限或可控，收购时机选择上要尽量把握股市低迷期；④在接手限售股时，有必要探查对方的真实出售原因，仅出于流动性考虑而并非忧虑公司长远前景的为佳。

（2009-01-11）

 农产品价格持续上涨的战略必然

国内粮食主产区冬春大旱，中国粮食减产已成定局，看好农业股。

还有一个重要原因在于国内农产品价格一直偏低。有两层含义：第一，与这些年工业品和服务价格的涨幅相比，粮价显著偏低；第二，与国际市场相比一直偏低，低得不合理也无法持久。抛开其他因素不提，单从市场规律的角度看问题，中国粮食价格的回归性上涨已经在所难免。天下大旱或许只是提供了一个契机。

为什么我国迟迟不肯改革而惧怕粮食价格与国际接轨呢？如果说前些年一直是因为害怕 CPI 这个魔头，那么，现在就不必了，或者说，正是天赐良机嘛！从居民的承受力来看，2008 年国际粮食价格暴涨以及国内以猪肉为龙头的农产品价格波动，已经增加了中国百姓对于农产品价格波动的免疫力。以往几年住房价格的持续快速上涨也有同等功效，这都为农产品价格的国际接轨提供了有利条件。最后，从增加农民收入和扩大农民消费以促进我国经济增长方式转变这个战略角度来看，也是有百利而无一害的。农民收入增加、种田积极性以及农业科技水平的提高，归根到底还是要靠粮食价格的提高发挥作用，拖下去不是个办法。

看似动荡不安的市场，其实也是有生命力和历史使命的。2008 年的危机，你可以把它理解为是市场在报复，报复所有违背经济规律和价值规律的人，报复所有不顾一切盲目生产和囤积的人们，报复所有与人类基本需求相去甚远的投机活动等等。那么，危机之后，应该是一个“BACK TO BASIC”的过程。盲目生产和消耗以及过度金融投机都将受到主动或被动地抑制，人们开始自觉与不自觉地寻求平衡与和谐。

粮食价格的上涨有利于强化这一转变。“民以食为天”，当人们开始发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现粮食资源的稀缺和珍贵后，他们才会更加反感不惜代价的盲目的“进步和繁荣”，才会更加认可人类的基本需求与生活保障才是最重要的，而这些理念的最终形成，有赖于粮食价格的恢复性上涨。唯其如此，本轮百年一遇的金融和经济危机才能真正完成其神圣使命，才能确保下一轮的发展更趋和谐与稳定。

大家都说以美国为首的西方在衰落，而以中国和印度为首的东方在崛起，中国人听了当然高兴。但是，你仔细想过美国和西方国家的感受没有？那个向温家宝总理掷鞋的英国人，或许正是某些西方人对于中国崛起的复杂心态的代表。美国不是一个甘于“端着金饭碗要饭吃”的国家，他知道粮食价格上涨能给自己带来无限的好处。美国也很清楚，中国的粮食问题只是一个脆弱的平衡，只要粮食价格上涨，就会直击中国的要害，甚至会引发中国的稳定问题。此外，作为人口第二大国的印度，尽管农业资源相对丰富但其农业政策长期失误。2008 年印度就已消耗了大量战略库存，如今正是危险时刻。所以，粮食价格上涨，美国也可轻松达到遏制印度的目的。危机重重的美国目前太急于“咸鱼翻身”了，也可以说美国一直就在寻找一个看似合理又能有效拖住中国和印度后腿的理由。此时此刻，这个理由——也可以叫做“支点”终于出现了，那就是农产品，那就是粮食！非洲人民还在挨饿，粮食价格持续上涨，必将加重这些落后国家的社会问题，那时候，你会发现，惯于充当救世英雄的美国站出来了，也只有美国有这个资本站出来。这就是美国重新主导世界的本钱，而且会名利双收。美国迫切指望利用这一次机会，洗刷自己作为本轮危机罪魁祸首的耻辱。

其实，粮食危机的端倪已经在 2008 年预演，不幸的是，美国国内形势失控，直接摧垮了一轮本该惊天动地的农产品牛市。此后，粮食价格随着工业品价格飞流直下。目前来看，粮食价格下降太快了。除了跟风，下跌的理由并不充分，所以一定还会卷土重来。

中国对此一直保持警惕，不断加大支持农业的力度。不幸的是，治标不治本。本来以为因农产品价格回落而躲过一劫，争取了喘息之机，但大旱已让这个脆弱的平衡终难支撑。这一次，预计除了持续提高粮价的改革以外，恐怕没有别的选择了。

国际农产品价格一旦持续上涨，中国的粮食价格是压不住的。2008 年的粮食出口走私现象就很能说明问题。大旱若导致减产，若再次试图扛住国际粮价，难度之大，可想而知。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不少人还在为CPI转变为负值而困惑，也有很多人开始担心通缩时代的到来，甚至预言通缩时代一切都不值得乐观，那么，仔细去分析和研究粮食和食品价格吧，这个在CPI指数中占比最高的项目，不久甚至能够在PPI长期低迷或继续下降的过程中力挽狂澜，至少会使得CPI指数不至于让人过分悲观。从这个角度讲，笔者支持周小川日前委婉表示不会盲目跟随西方国家降息的意见一是中国经济的刺激措施已经足够多，并不局限于降息；另一方面，还要防止未来物价形势再次突变，尤其是粮食价格，所以，中国的利率政策确实应该留有余地。

从股市角度看，农业股应该就是未来的资源股。虽然农产品每斤仅上涨区区几分钱对于生活而言简直可以忽略，但对于粮食生产和流通企业的业绩影响却是不容忽视的，你要看库存总量与总产量，都是成千上万吨计，所以粮食价格一旦上涨，对于粮食生产企业而言，简直就是一个巨大的催化剂和兴奋剂。考虑这些年对农村和农业的优惠扶助政策的叠加效应以及未来农村土地增值、基础设施不断改善等因素，一线农业股的涨幅可能堪比前两年的有色金属股——涨得凶猛而持久。

农业股在2008年曾经多次与熊市背道而驰，已经表现出其特立独行的特点，根据目前的形势，农业股仍有再现往日雄风的可能。不同的是，这一次，中国的粮食价格恐怕更加难以控制，农业股的上涨或将更加汹涌！

(2009－02－12)

创业板市场的机遇与风险分析

目前全球GDP前10名的国家当中，都已经设立创业板市场。从2002年到2007年，包括美国纳斯达克、英国AIM、日本佳斯达克、韩国科斯达克、加拿大TSX－X在内的5家最大创业板市场的总市值已由21958.9亿美元增长到44961.57亿美元，增长了105%；成交量由75032亿美元增加到162832亿美元，增长了117%。

我国中小企业已超过1000万家，占全国注册企业总数的99%，GDP占比55.6%，目前中小企业发明创造的专利产品占全国的2/3，74%以上的技术创

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新是在中小企业完成的，中小企业在促进经济增长、劳动就业、出口创汇和提供社会服务等方面发挥着不可低估的作用。不过由于我国资本市场体系的不完善，近年众多国内优秀的创新型科技企业等都纷纷在美国纳斯达克、中国香港创业板以及新加坡等境外市场上市，比如全球中文搜索引擎百度、太阳能龙头企业无锡尚德、新兴媒体分众传媒、阿里巴巴等，加之早前的新浪、搜狐、网易、中华、盛大等。一些新兴、细分行业龙头企业也同样在此之列，如新东方、如家快捷酒店等。这些优质上市资源流失海外，国内资本市场一直深感惋惜。

中国的创业板市场自从 1999 年开始酝酿“科技板”，至今已有近十年的时间。2009 年 1 月 14 日，证监会主席尚福林在全国证券期货监管工作会议上指出：2009 年要“推出创业板”。此前，深交所理事长陈东征也表示：创业板建设已水到渠成，2009 年中将实现平稳启动。

创业板市场的推出，有助于缓解一直困扰中小企业尤其是创业企业的融资难问题，有利于促进创业投资的发展和企业创新机制的形成，对创新型国家的构建以及国内产业结构优化、资本市场功能完善都具有积极而深远的影响。

（一）创业板市场上市规则

根据证监会 2008 年 3 月 21 日《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法（征求意见稿）》规定，企业到创业板上市融资，需满足以下主要条件：

1. 依法设立且持续经营三年以上的股份有限公司——有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份公司的，持续经营时间可以从有限责任公司成立之日起计算。

2. 注册资本已足额缴纳，发起人或者股东用作出资的资产的财产权转移手续已办理完毕；主要资产不存在重大权属纠纷；股权清晰，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持公司的股份不存在重大权属纠纷。

3. 主要经营一种业务，生产经营活动符合法律、行政法规和公司章程的规定，符合国家产业政策及环境保护政策；最近两年内主营业务和董事、高级管理人员均没有发生重大变化，实际控制人没有发生变更。

4. 最近两年连续赢利，最近两年净利润累计不少于 1000 万元，且持续增长；或，最近一年赢利，且净利润不少于 500 万元，最近一年营业收入不少于 5000 万元，最近两年营业收入增长率均不低于 30%；（净利润以扣除非经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常性损益前后孰低者为计算依据，以上两条满足其一即可。）发行前净资产不少于2000万元；近一期末不存在未弥补亏损；发行后股本总额不少于3000万元。

在以上条件中，第四条中的财务要求是显著不同于主板市场的。从征求意见稿看，对拟上市企业的独立性、规范运作、信息披露、募集资金管理等要求，也基本等同于主板市场。审核及发行程序也基本雷同，不过据说未来可能会逐步简化。

（二）创业板市场机遇分析

美国的创业板曾经诞生了微软、Google这样的大公司，中国的创业板市场一经设立，也必将深刻改变创新型中小企业的生存与竞争格局，因此创业板市场被不少富有远见的中小企业家看成是“实现梦想的翅膀”。天涯在线总裁刑明曾经说过：“我们的品牌、用户和客户市场都是在中国和华人市场，这是我们首选创业板的重要原因。2005年，我也有海外上市的冲动，但是现在我已掉转矛头。不要低估创业板和天涯，天涯会在创业板上市3年左右成为下一个市值百亿美元的伟大公司！”

创业板定位于服务成长型创业企业，对具体行业尚无明确限制，重点支持具有自主创新能力的企业，一般会是细分行业或地区同业的龙头公司。据专家预计，中关村“三板”比较成熟，在该板上市交易的不少企业有望成为首批入选创业板的企业。而据中关村海淀园区管委会2008年底的统计，基本符合创业板上市条件的企业有1200多家，已改制和完成辅导的企业达500多家，高新技术企业占85%以上，其中主营业务利润在500万~5000万元的占73%。

创业板市场的行业和公司选择，深交所的意见和导向是很重要的，这不光是因为深交所是创业板市场的主办，而且将来还有可能负责创业板公司发行上市的审核。深交所副总经理陈鸿桥曾经提出，创业板将重点支持六种模式的新兴企业，包括新经济、“中国服务”、“中国创造”、文化创意、现代农业、新商业模式等。

新经济模式企业包括门户网站、网游、搜索、电子商务、移动增值服务、在线培训等形式。信息技术产业和文化产业将成为21世纪最具潜力的两大企业。随着经济实力的增强，我国的教育培训、影视传播、动漫、工业设计等一些文化创意产业将会迅速崛起。现代农业的实质是把简单粗放的农业生产，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变成一种融合现代工业化和现代服务业的产业链条，提高附加值，如能标准化、品牌化，就更加可贵。商业模式创新就是在传统经营和现有基础上创造新的赢利方式。如制造业与创意产业的结合，品牌的虚拟经营、化废为宝、特种水泥等新兴产业。所谓的“中国创造”具有“三高两低”的特征，即研发投入高、研发人员素质高、无形资产占比高、产值耗费低、污染低。“中国服务”：第一是商业连锁，如连锁经济型酒店和连锁中餐店，形成连锁和复制的形式，企业才有重新创造价值的能力；第二是高技术和服务业的结合，比如现代物流业，电子化技术和传统货物运输结合；第三是服务外包，包括 IT 服务外包、金融服务、配餐公司等。

直接投资“创业板公司”股权、参股创投机构的公司，即实际意义上的 VC 或 PE，将因为创业板市场而提升价值，值得股市投资者关注。创业板的推出，券商也将直接受益于交易手续费、股票承销、直投业务和自营收入增加四部分增量收入。从 2009 年 1 月中旬以后的股市情况来看，不少创业板概念的上市公司股票出现了连续上扬，其中鲁信高新在 3 个月内上涨了 500%，对低迷的市场人气起到了带动作用。

（三）创业板市场制度探讨与风险分析

在包括中小企业、创投资本、交易所和诸如科技部以及发改委等政府部门的共同影响下，资本市场监管当局也倍感创业板市场建设时间紧迫。目前看来 2009 年 5 月前后正式推出的可能性越来越大。适逢经济下滑和市场低迷，有必要为创业板的推出创造有力的社会舆论环境。提到创业板的积极意义时，最近的官方和学者也都大加赞赏，似乎创业板活脱脱就是一个天使。实际上，亦不尽然。其中，对于创业板市场的建立，可以有效完善资本市场的退出机制，以及创业板可以促进主板市场发展的说法，就值得审慎分析。

1. 资本市场的退出机制

创业板的特点是股权总量虽然不大，但由于成长性良好，其估值水平却高于主板市场，其中优质公司的股权增值幅度尤甚，非常有利于 VC、PE 等创业资本的退出。“退出”是为谁服务的？是为部分产业资本和创投资本服务的。为什么他们都急于退出？是因为已投资了很长时间，要“摘桃子”了；是因为所投资的企业在上市后能够获得足够的溢价，这足以收回他们包括沉没项目成本的所有投资，甚至有几倍乃至几十倍的收益。“退出”当然是资本获取回报的一个重要途径，事关资本活力和投资效率，但“退出”不应该反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

客为主，这里需掌握一个度的平衡。一个市场也好，一个行业或者企业也好，不能让投机色彩过于浓烈，不能让“不劳而获”的暴利来得太过简单和疯狂，否则就必定会导致失衡或灾难，反过来会影响其本身的持续发展。此次百年一遇的全球金融危机，足以说明不劳而获的金融放纵和过度投机会严重破坏虚拟经济与实体经济的平衡。

股市最早是西方产物，当代 PE 也可以归结为是股市的衍生品。股市之所以产生，一开始本非服务于金融资本，而更多是为企业筹集产业发展资金，是服务于实体经济的。为了保持某种平衡，西方制度才十分注重诚信、分红等金融资本以及保护中小股东的利益。及至后来，部分金融资本意识到利用股市发行机制牟利的奥妙，才诞生了所谓的“PE”。由此来看，PE 一开始就有“越位”之嫌，是整个资本市场进入高度专业化，同时也是高度投机时代的标志性产物之一。然后，越来越多的“PE”在全世界诞生，而且其“高回报”的模式导致其总规模越来越大，其本身的投机性也越来越强，以至于在投行等的协助下，投资及退出模式上开始变得越来越急功近利，出现了所谓的“Pre－IPO 化”。这就逐渐脱离了股市的立身之本，表明虚拟经济已经走得越来越远了。

流动性泛滥使 VC/PE 超常规发展，中国当前的“PE”也已经如火如荼、炙手可热，出现了 VC“PE 化”、PE“Pre－IPO 化”的趋势。为此，有专家判断说：中国的 PE 不是太少，而是太多了，“当南方某制造业集中地区的款姐也拎着 LV，以 PE 姿态出现的时候，全民 PE 已经过于泛滥了”。据 China Venture 统计，2007 年共有 399 家企业获得 VC/PE 投资，2008 年前三季度有 241 家，而同期 VC/PE 背景的企业实现 IPO 家数分别为 96 家和 31 家，退出与进入比仅为 24% 和 13%。另外，VC/PE 进入企业的市盈率倍数越来越高，与此不相适应的是，全球股市进入长期低迷，VC/PE 的赢利空间迅速缩小甚至出现倒挂，对于一些过去以 10 倍甚至 15 倍市盈率进入 Pre－IPO 公司的 PE 来说，实际上已经面临了潜在损失。在此期间保持理智和谨慎的投资者，不但避免了这一损失，而且为备战中国创业板保留了可贵的资本实力。

在中国没有创业板的情况下尚且如此，有了创业板以后，若不加控制，局面几乎可想而知。因此，制度上必须考虑安排一个长治久安的制约。例如规定所有资本只能在“进入”不低于两年后（目前为 12 个月）方能退出等等。又例如，政府很有必要针对目前中国股市发行价格过高以及上市后爆炒新股的弊端，加强投资者风险教育并出台相应的改革措施加以防范。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 创业板市场对主板市场的影响

创业板市场对主板市场有什么明显的促进作用吗？看不到。反之，很可能会加重主板市场的矛盾，甚至会加剧主板市场的波动程度。“资金分流说”只是一个方面，不过，创业板上市企业的融资比中小板还要少大约40%。

其实创业板对主板的主要影响还在于机制方面。主板市场目前正处于全流通初期的过渡阶段，不断解禁的大小非、大小限，导致股市供求关系严重失衡，尚未成熟的金融资本处于显然的劣势，市场可能因此而长期低迷。当然在一级市场提前进入的资本将成为最大赢家，他们的抛售可能会导致市场剧烈下跌，而最受伤的恐怕就是广大散户。这样的市场表现是市场机制所造就的必然，将加重主板的投机色彩，尤其可能削弱市场信心并加大限售股的抛售力度，市场的稳定性和活跃性可能受到影响。

另外，业内人士都深知主板市场新股发行制度存在严重弊端，而在发行制度改革之前急于推出投机性更加强烈的创业板市场，恐怕是对证券市场以及广大投资者的不负责任。

3. 普通投资者需谨慎应对创业板市场风险

创业板市场开设之初，恐怕会出现爆炒现象，原因有四：第一，中国股市“逢新必炒”，例如爆炒新股、封闭式基金乃至权证；第二，创业板的袖珍特性和成长性神话，会导致“市梦率”流行，很多个股的价格将高得离谱；第三，创业板2009年的推出时机很可能“恰逢”流动性苏醒之初，压抑一年多的资金，有可能选择创业板作为宣泄对象；第四，利益各方都不希望创业板出现冷场，包括监管部门、交易所、发行人、投资银行、金融资本等。

在看似必然出现的火暴中，普通投资者要保持一份警惕。因为从一般规律看，投机到最后的收场时分，高价筹码注定将甩给散户而不是机构。这就要求投资者一定不要在机构赚钱很多的情况下入场跟风，如果没能在低价介入，就不要抱着侥幸心理短线追高。个人预计，第一轮的爆炒之后，可能意味着创业板市场长时间地沉寂。为此，应设定参与门槛并向投资者充分揭示风险。其实，考虑到避险需求，推出创业板前应先推出股指期货。

自从NASDAQ成功以来，各国迅速跟进效仿，但修成正果者寥寥。中国的创业板如匆匆推出，一样存在夭折的风险，其中最关键的因素是上市企业的真实素质究竟如何以及二级市场的运行状况，此外，创业板承袭了主板市场的主要问题，诸如上市审批制、新股发行机制不合理以及退出机制不完善等，因此创业板即使推出也必将不断改革才能维持平稳运行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总之，创业板的推出最好在新股发行制度改革之后、在股指期货推出并能够稳定运行之后。创业板市场一经推出，会为众多成长性良好的小企业提供腾飞的翅膀，同时也为 VC、PE 提供新的赢利机遇。开市初期的爆炒在所难免，投资者应当谨慎参与、防范过度投机风险。作为一种长效机制，具有孵化功能的企业，应对照创业板上市条件有意识地培育可上市企业。此外，创业板市场的行业选择重点，也为未来企业发展方向提供了有价值的参考信息。

（2009－03－06）



全球通胀时代即将到来[①]

联合国粮食权问题特别报告员奥利维耶·德许特 4 月 6 日说，尽管国际社会已采取一些措施应对全球粮食危机，但这一危机还没有缓解，2009 年的形势将更为严峻……他说：目前全球约有 10 亿人正处于饥饿状态或濒临饥饿状态边缘，平均每 6 秒钟就有一名儿童死于营养不良。**受价格浮动以及气候变化等因素影响，2009 年粮食危机将进一步加剧。**

粮食的确是短缺的，联合国的粮食权问题专员不会欺骗我们。短缺还表现在全球粮食储备处于 30 年来的最低水平。而造成短缺的原因，除了气候、耕地和水资源等自然气候因素外，主要的还是人为因素，即近 20 年来世界各国错误的农业政策以及对粮食危机的漠视。在虚拟经济反客为主的时代，一个典型的后果就是粮食价格持续偏低，这才是粮食供给和储备不足的根源。现在，考虑人口增长、粮食生化能源生产不断扩大以及营养结构的变化等新增粮食需求因素，应该是“市场先生”奋起反击的时候了。很多人不愿意主动承认和面对这个显而易见的事实，就像我们曾经不愿意承认过去的所有严重失衡一样。

所以政府已经派专员检查粮库了。李克强副总理特别强调“严防粮库空

① 本文发表于《中国发展观察》2009 年第 6 期，原名为《未来将现全球通胀》，人民网、新华网等转载。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仓现象"；而且，去冬今春以来粮食主产区遭遇50年大旱，夏季粮食生产存在不确定性。人们还在等待，等待空仓的事情被曝光，其实，有也未必能曝光——袁隆平说需要"微服私访"。夏粮到底会减产多少呢？还不能下结论。至少，增产局面难以维持，这就是危险的信号，足以打破脆弱的粮食供求平衡。

粮食很有可能是未来通胀的先锋。岂止是粮食，**全球通胀正在逼近，未来的全球通胀几乎是不可避免的。**如果不承认这个长期结果，任何人都无法解释目前全球史无前例"无限量救市"资金的最终出路。这些被纯粹市场学派看来毫无意义却惊人庞大的资金注入，注定被分散并沉淀在市场的各个角落，而无原则地救助本身只能延长私人经济部门根本就无法有效缩短的休整期和观望期。"流动性陷阱"让人想起了"农夫与蛇"的故事。那些冻僵了的资本家们，终有一天要反咬一口。想想尚未过去的经济危机和以往几年资本家和资本市场的表现，就有理由断定：即使现在已经苏醒，他们也不会立即行动起来，因为贪婪的本性会驱使他们继续利用他人无知的善意隔岸观火、养精蓄锐。在这样一个微妙的阶段，一些叫做"政府"的牧羊倌们还在不遗余力地营造祥和气氛，把更多的牛羊们放逐看似安全的大草原，只怕总有一天，虎狼们将咆哮而出，牛羊根本无所逃遁，就连牧童也奈何不得，弄不好，还会一起丢了性命。

表8－1　危机以来各国救市资金概况（部分为承诺最高金额）

国家	救助金额	国家	救助金额	国家	救助金额
美国	32650亿美元	葡萄牙	200亿欧元	爱尔兰	355亿欧元
日本	70万亿日元	奥地利	1000亿欧元	丹麦	750亿丹麦克朗
欧盟	915亿欧元	意大利	300亿欧元	荷兰	2100亿欧元
中国	40000亿元	瑞士	670亿瑞郎	加拿大	1000亿加元
英国	10109亿英镑	瑞典	15650亿瑞典克朗	澳大利亚	524亿澳元
德国	5600亿欧元	俄罗斯	17110亿卢布	新加坡	1500亿坡元
法国	4032亿欧元	比利时	2400亿欧元	韩国	40亿美元
西班牙	1300亿欧元	匈牙利	6000亿福林	沙特阿拉伯	400亿美元

数据来源：中国证券网 方正证券

欧洲要求加强金融监管的声音切中时弊，但美国会放弃金融这个立国之本吗？何况欧洲的状况也比美国好不了多少，最终还不是有心无力？前期以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欧美为代表的无原则救助，实际上早已宣告他们对于“市场”和“资本”的妥协，这些发达国家政府无一例外地须要依赖资本才能得以生存，金融资本早已绑架了实体经济和政府，令你不救不行。G20 峰会虽未就实施第二轮经济刺激计划达成一致，但同意为 IMF 和世行等多边金融机构提供总额 1.1 万亿美元资金，并将 IMF 资金规模扩大至 7500 亿美元。会后不久，日本政府推出“新经济刺激计划”，开启新一轮经济救助。最近特里谢多次表态有降息空间以及将采取“非传统融资手段”，市场认为，欧洲央行很可能尾随英、美采用“定量宽松货币政策”。

西方世界很清楚，市场不稳定，危机就难以结束，这是恶性循环还是良性循环的问题——格林斯潘 4 月 10 日在英国《金融时报》的文章《股市将引领经济复苏》很能说明这一点。所以此前奥巴马也鼓励公众买股票——至今道琼斯已上涨超过 25%，所以奥巴马政府还允许美联储加印美元，所以直到现在英、澳等还在降息，而美、日的利率早已降无可降。

表 8-2　各国最新利率情况

央行	当前利息	下次议息时间	再次议息时间	上次利息变动
美国	0～0.25%	2009 年 4 月 29 日	2009 年 6 月 24 日	2009 年 3 月 18 日，维持不变
日本	0.10%	2009 年 5 月 22 日	2009 年 6 月 16 日	2009 年 4 月 7 日，维持不变
欧元区	1.25%	2009 年 5 月 7 日	2009 年 6 月 4 日	2009 年 4 月 2 日，-0.25%
英国	0.50%	2009 年 4 月 9 日	2009 年 5 月 7 日	2009 年 3 月 5 日，-0.50%
新西兰	3.00%	2009 年 4 月 30 日	2009 年 6 月 11 日	2009 年 3 月 12 日，-0.50%
澳大利亚	3.00%	2009 年 5 月 5 日	2009 年 6 月 2 日	2009 年 4 月 7 日，-0.25%
加拿大	0.50%	2009 年 4 月 21 日	2009 年 6 月 4 日	2009 年 3 月 3 日，-0.50%
瑞士	0.25%	2009 年 6 月 18 日	2009 年 9 月 17 日	2008 年 3 月 12 日，-0.25%
中国	2.25%	—	—	2008 年 12 月 23 日 -0.27%

数据来源：中国证券网

所以我们还看到，在中国，温家宝总理一直谈信心、看股市；中国官方实际已认可经济增长高于一切，所以才会不惜代价。继 2008 年 12 月的高增后，2009 年一季度贷款“意外”创纪录猛增——总额 4.58 万亿元，占全年计划贷款总额的 90% 多，同比增多 3.25 万亿元；仅 3 月份新增贷款就高达 1.89 万亿元，同比增长约 6.6 倍。如此增幅，自有政策深意。即便从二季度开始控制，初步预计全年贷款增长仍有望增加到 7 万亿～8 万亿元（2007 年、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年新增贷款分别是 3.63 万亿元和 4.91 万亿元）。央行副行长易纲 4 月 21 日表示："金融危机情况下的货币信贷较快增长利大于弊，央行将坚定不移地落实好适度宽松的货币政策。"无论承认与否，实际上几乎所有官方机构都在刻意营造繁荣，当然这建立在"振兴经济和刺激消费"的共识之上。这与发达国家重点救助金融机构的思路并非一致，但制造未来流动性严重过剩的结果却殊途同归。

表 8-3　2009 年 3 月份及一季度我国存贷款实际情况

项目	同比增加额	同比多增
3 月份贷款	1.89 万亿元	1.61 万亿元
一季度贷款	4.58 万亿元	3.25 万亿元
3 月份存款	2.45 万亿元	1.38 万亿元
一季度存款	5.62 万亿元	2.98 万亿元

数据来源：中国人民银行

不出意外，未来中国利率仍将下降——这最好赶在通胀之前，以免今后丧失控制高通胀的货币政策空间。事实上，在目前流动性被窖藏的阶段，是中国调低相对较高的利率的最佳时机。尤其是高达 15.5% 的存款准备金率，应尽快下调到 10% 以下。中期来看，则国民收入都有大幅增加的必要及可能，这是启动内需、经济转型的必要之举——光靠农民和农村市场是远远不够的。消费转型的战略需要决定了薪酬上涨的必要性。只能说，购买力将会越来越强，流动性还会越来越充足，曾经短暂冲击人们神经的通缩，已经大势已去了。

2001 年以来格林斯潘的连续 14 次降息，助长了美国次贷产品的蔓延和风险积累。而 2004 年后连续 17 次的加息，最终触发了美国的次贷危机和全世界的经济危机。可以说，美元以及相关的世界货币政策的中长期效果从未失灵，预计今后也不会例外。

有一个反对通胀预期的思路是：当经济走出低谷之时，假使各国开始回收多余的流动性，那么，通胀就会被遏制。这话看似有理，然覆水难收。可以反问一句：工资上涨容易还是下降容易呢？还有一句中国的古话，叫做："从俭入奢易，从奢入俭难。"什么意思？很明显，就是回收流动性的难度可想而知。即便回收，也不会像全球救市一样达成如此广泛的一致和高效。因此，个人判断，这对遏制未来通胀的影响很小，至少是滞后而缓慢的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由此再反观粮食等农产品价格，你就会发现，超级流动性这个“烈火”正在无限接近总量短缺而价格偏低的粮食市场这个“干柴”，一个新的危机正在酝酿之中。可怕的是，似乎没有任何因素可以阻止这一切的发生。

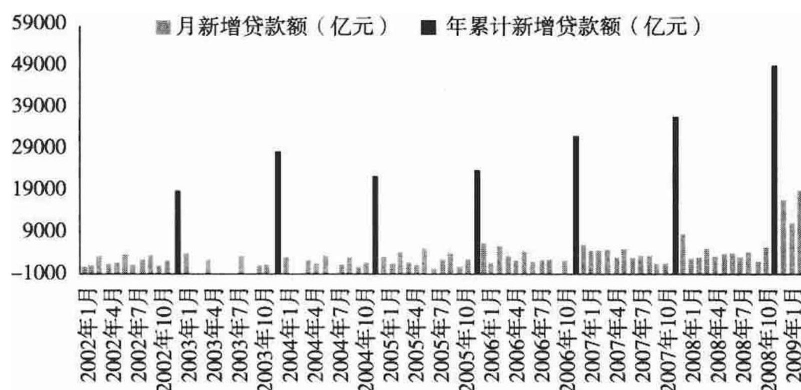


图 8－3　近年来中国月度及年度新增贷款情况

资料来源：方正（中国）基金

再来审视一下美元政策及其对通胀预期的影响。尽管美国由于弱势美元而遭遇了多国的指责，但是，我们至今几乎看不到美国有任何改弦更张的可能性。一个濒临破产的国家，必然会被迫把美元的铸币权用到极致。百年一遇金融和经济危机的客观环境，决定了“狗急跳墙”的事情随时都会发生。那么，美元的持续弱势和继续下跌应该是可以期待的——这也取决于各国货币政策的跟进情况。而多数国际贸易品以及主要的大宗商品，中期来看，都无法改变美元标价的事实。美元早已充斥全球，还注定要继续放水，美元下跌了，商品价格不涨，这合理吗？智商最差的人都知道买入商品和资产保值。**下一轮的通胀仍然主要是美元的货币现象，其他国家的货币政策，作用有限。**

曾经的原油、铁矿石和有色金属都涨到天价。不过，由于粮食价格低迷，加之中国廉价制造品充斥世界，导致了人们对于 CPI 的错觉，也是导致全球各国都对金融危机疏于防范的一个重要原因。粮价一旦开涨，将成为推动 CPI 指数的强劲动力，让大家看到“实实在在的通货膨胀”。

目前的种种迹象还表明，中国有望成为全球的投资热土，未来的外部流动性冲击对防范和抑制通胀，构成又一个不容乐观的因素。

不过，另外两个因素不容忽视：一是经济下滑和逐渐复苏过程中，货币流通速度的放缓，会延缓通胀出现的时间；二是在总体需求不足和生产过剩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

背景下，即使美元中长期走弱，工业原材料的价格也不会严重脱离供求关系而过度上涨。综合预计，**通胀可能出现在经济止跌回稳后并随着经济升温而升温，只是由于流动性和粮食市场问题，通胀的发展要快于以往或长于以往。**

有人说：恶性通货膨胀真的就无以逃避了吗？非也。去看看投资大师们的忠告吧："上帝制造了通货膨胀这个坏蛋，也留下了股票投资这条活路。历史证明，上帝庇佑了那些在灾难中持有股票的人们。"当然，除了股票，还有实物资产。**总而言之，通胀与复苏密切相关，对产业经营和财务投资都会产生实实在在的影响。**

（2009－04－28）



通胀预期及资产投资探析

眼前似乎是通缩，但未来的通胀似乎不可避免。尤其是资产市场，很快会进入一轮新的繁荣期。通胀时代，中国的投资者应该对农产品、黄金和房地产的投机机遇格外关注。

（一）短期物价下行难改长期通胀预期

2009年以来的CPI、PPI数据表明，物价总水平仍处于下滑通道。信贷资金超高供应与各类救市资金共同制造的流动性，都未能抑制物价的总体下行。由此来看，长期通胀预期似乎让人难以理解。有人说这表明经济仍处"通缩"期，因此亦对未来的通胀预期嗤之以鼻，认为是杞人忧天。其实大可不必如此激烈，这只是短期和长期的概念问题，并不存在很严重的分歧。再者，把目前的市场理解成"通缩"，恐怕逻辑上也甚为不妥，因为通货根本就没有紧缩，紧缩的是总需求，是金融危机的后遗症，根源在于中国以前的过度生产和美国目前不得不减少的消费。现在还把目光锁定在所谓的通缩上，与中国股市1800点以下的过度悲观一样缺乏远见。

与中国的消费转型对应，世界总需求的回升也应该有一个较为长期的过程。在这个过程中，可以预见四个积极转变：①金融危机的阴影逐渐远去，被危机所压抑的工业投资和生活需求开始回升；②经过一段时间的积累，以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国为首的西方国家储蓄率逐步回升到较为合理的水平，从而被过分挤压的惯性消费需求出现回升；③以中国为典型的盲目生产逐步得到扼制，大量落后、低效的产能被市场淘汰，供应过剩局面逐步趋于平衡，考虑危机对生产供应能力的破坏，不排除在一些具有垄断特质或不可再生领域演变为供不应求的可能性。④资产价格回升以及可支配收入增加，导致消费能力提升。在经济刺激之后，我国收入分配体制改革势在必行，是下一个影响深远的重大政策。那么，长期来看，总量紧缩必将被总量扩张所取代，过分充裕的流动性就具备了兴风作浪的条件，出现“千军万马过独木桥”的局面，只是早晚的问题。

研究表明，货币和固定收益产品适应较低通胀环境；股票适应温和通胀或通胀初期；在通胀后期，商品类资产则是主要的受益者。在通胀下降阶段先债券再股票，在通胀上升阶段应先股票后商品，通胀超过预期时则应主要关注大宗商品的短期表现。

（二）再析农产品市场及其矛盾

目前我国的许多经济现象和价格矛盾看似很混乱，其实是经济调整过程中的必经阶段，没有什么难以理解的。值得注意的是，必须结合各自产业的历史阶段，某些现象甚至还必须考虑强势干预市场的政府因素方能求解。例如我国政府对生猪市场的干预已经左右为难；煤炭股再遭市场爆炒似乎难以解释火电行业的发展前景，这中间一定有待解之结；为减缓经济短期波动，政府不得不大举投资基础建设，然却又不得不对钢铁行业发布限产令。

农产品及其加工企业近期也面临了突出矛盾：一方面，国家为保护农民利益并确保政府对粮食安全问题的主动权，自 2008 年秋收以来不断加大粮食收储力度，同时实施顺价销售原则，这不但使得绝大多数粮食资源被我国政府所掌控，同时也基本封杀了主要初级农产品价格的下跌空间。几乎与此同时，部分农业深加工和食品生产企业却开始遭遇实际需求减少、猪肉供过于求而持续跌价、奶制品等食品安全问题以及近期的猪流感等，导致产品价格很不乐观，加工企业叫苦不迭。作为食品和农产品加工生产企业，需要注意的是，期待粮食原料价格下降是不切实际的，这是中国粮食安全战略的需要，是未雨绸缪的长期政策导致的必然结果；需要反思的是，为什么你没有同步涨价能力？有产业分散和技术含量的因素，也应该有自身质量和品牌不过硬的问题。尤其是食品生产，看似门槛很低，实际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上未来的门槛应该会越来越高。

从近两个月的情况看，美国小麦、玉米等主要农产品期货价格开始筑底回升，其中大豆和豆油的涨幅较为可观——国内大豆油期货在最近的一个星期内居然连续上涨了1000元/吨，这或许就是农产品市场全面走强的前奏。从市场发展趋势看，抱怨目前国内粮食价格偏高是没有道理的。况且，玉米等产品实施配额进口制度，即便国外的粮食价格不涨，也不大可能期待国外的粮食来平抑粮价。最近的数据还表明，东北地区转基因大豆进口暴增，这与国内大豆需求回暖有关，但是要注意，美国不会长期供应廉价大豆，中国的大豆及油脂生产安全值得从长计议。总之，粮食价格与农产品加工业的困境，虽密切相关，但不可简单混为一谈。假使粮食进入真正的短缺时代，粮食深加工企业的困境说不定还可能会继续恶化，这并不说明粮价应该下跌。

有预测说，根据一般规律，华北地区5月份以后开始缺粮。农历5月以后，夏粮收成也基本可以定论。届时市场状况还需进一步观察。不过，短期来看，考虑国家前期的收储政策，我国农产品大幅度涨价也不太现实。相反，如果粮价短期过快上涨，国储可能抛售以平抑粮价。从长远看，政府控制粮价将面临两方面的挑战：一是2009年乃至今后两三年的粮食收成情况；二是世界粮食市场的总体走势。无论短期走势情况如何，综合考虑世界人口和营养结构变化、生化能源等导致需求增加的因素以及生产成本不断上升，还有工农业产品比价失衡以及流动性泛滥等，粮价上涨的大趋势应该说是毋庸置疑的。

（三）通胀中的黄金投资

在通货膨胀时期，黄金被看做传统的财富保值工具。

资料表明，上一轮黄金期货价格在1999年9月见底，价格约是255美元/盎司。其后于2001年3月底二次筑底并开始上涨，至今已持续近10年的时间。以美国黄金期货2009年6月合约的走势为例，我们发现，本轮黄金期货牛市的高点出现在2008年3月17日，为1038.6美元/盎司。此后在2008年7月15日和2009年2月24日再次冲击千元关口，分别达到1012.4美元/盎司和998美元/盎司。这期间正是全球通胀预期最强烈的时间段，伴随原油价格和其他大宗商品的一路冲高，各国也纷纷提高利率以应对日益显化的通胀。在此之前买入黄金的投资者获利丰厚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需要提醒的是，历史数据表明，最佳保值工具并非黄金，而是恰当的股权投资。另外，即使未来真的爆发一些专家所预言的货币危机，目前仍没有迹象表明世界会倒退到金本位制时代——可能的方向是世界货币多元化，世行和 IMF 可能发挥更大作用，人民币国际化潜力较大。那么可以设想，一旦动荡过去，人们要问：黄金的金融和使用价值到底有多大呢?

目前黄金价格仍然徘徊在 930 美元一带（截至 5 月 13 日收盘 525.9 美元/盎司），仍是历史高位区域，相比其他大宗金属价格，不可谓不贵。这里面应已经部分包含诸如美元贬值、货币危机、通胀预期等因素。相比其他大宗商品价格在本轮金融危机中的巨大跌幅，黄金价格在最困难的 2008 年 11 月份最多也只跌到了 730 美元/盎司，调整幅度很小，而且随后快速重回千元高点附近并维持到目前。这与历史价格相比，已经非常之昂贵了。2005 年六七月份时，黄金价格还只是 430 美元/盎司，历经本轮金融和经济危机，现在的黄金价格比 4 年前翻番价格还高 100 美元/盎司，更是 10 年前最低价格的近 4 倍。

（四）未来黄金有望成为吸收流动性的重要工具

近期不少专家在呼吁各国政府警惕超额流动性可能带来的隐患，并不时提醒政府在经济回暖信号出现以后及时回收流动性以绝后患。个人支持这种观点，有前瞻性，但同时认为愿望是良好的，难度很大。到底政府怎样回收流动性更为有效呢?

在这里，笔者不妨把自己最近一个很大胆的假想拿出来与大家分享。那就是：如果黄金真如罗杰斯等人预言的能达到 2000 美元/盎司，黄金很有可能被政府所利用，成为终结全球流动性的主要工具。

大家知道，世界主要国家都有大量的黄金储备，美国为最多，约 8133 吨；中国黄金储备在停滞数年后也开始增长，近期披露由 600 吨增加到了 1054 吨，增持约 70%。这些黄金储备本就用来应付危机的，但在这百年一遇的危机中，美国这个最大黄金储备国却并未出售黄金以换取资本，而是选择了印钞。到底什么原因呢？或许是因为印钞成本最低——既可稀释本国债务，又可贬值中国的美元储备，实现危机转嫁；或是认为黄金乃国之本，不想动用，或是认为金价还不够贵。笔者认为，前一种可能性最大，而后一种也有道理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-4 世界主要国家（地区、组织）黄金储备

序号	国家（地区、组织）	数量（吨）	占外汇储备（%）	序号	国家（地区、组织）	数量（吨）	占外汇储备（%）
1	美国	8133.5	75.9	13	西班牙	416.8	45.2
2	德国	3412.6	62.9	14	俄罗斯	402.8	2.8
3	国际货币基金组织	3217.3	——	15	葡萄牙	382.6	79
4	法国	2508.8	57.4	16	印度	357.7	4.1
5	意大利	2451.8	65.8	17	委内瑞拉	357.1	20.4
6	中国大陆	1054	1.2	18	英国	310.2	13.8
7	瑞士	1041.1	41.7	19	奥地利	288.7	46.5
8	SPDR 黄金信托（ETF 基金）	1024	——	20	黎巴嫩	286.8	31.2
9	日本	765.2	1.8	21	比利时	227.7	35.2
10	荷兰	621.4	55.3	22	阿尔及利亚	173.6	4.3
11	欧洲央行	641.7	24.4	23	国际清算银行	171.9	——
12	中国台湾	423.3	3.2	24	瑞典	157.9	11.9

资料来源：中国黄金网

其实，如果美国动用黄金储备换取资金，也不至于遭到全世界的谴责，更不至于让世界各国都深度卷入。只不过能够换来的资金也是有限的。现在美国既已选择了印钞，而且带动了其他国家效仿。从常规逻辑判断，如果美国不想就此失去金融霸权和美元优势，那么也许短则 2～3 年，长则 5～6 年后，美国将不得不率先回收美元流动性，以唤回美元、金融和物价稳定。那么他最佳的选择可能是：在美元贬值和世界通胀末期，在现货或期货市场秘密抛售黄金，部分回购充斥世界市场的巨额美元，以换得美元再度崛起。如果美国更有魄力，还可以在事后大张旗鼓地声明销毁这些当年加印的美元。

美国的黄金当然不是随便抛售的，他将来可以以更便宜的价格接回来：抛售黄金并回收美元的操作一定导致美元升值，那么，黄金价格将因美国抛售、美元升值和其他投机因素而持续走低。于是也许再经过 5～10 年的金市低迷后，美国便可以用不到当初一半的美元，再度购回当初抛空的黄金现货，以保持自己最大黄金储备国地位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8－5 全球黄金情况

	数量（吨）	黄金占外汇储备（%）
全球合计	29691.7	
世界各国合计	26349.4	10.5
欧洲地区合计	10859.2	60.8
首次限制售金协议签字国	12215.8	53.5
二次限制售金协议签字国	12035.2	56.3

资料来源：中国黄金网

为此，笔者做一初步测算：假设黄金价格是 1000 美元/盎司，那么 1 吨黄金（32150.722587 盎司）的价值大约是 3215 万美元，中国约 1000 吨黄金储备的价值仅是 321.5 亿美元，以汇率 6.8 计算，仅合 2186.2 亿人民币（中国救市资金 4 万亿人民币）；而美国 8133.5 吨的黄金储备，约合 2615 亿美元（仅为美国 3.2 万多亿美元救市资金的零头）；按照 1000 美元/盎司的价格计算，全球合计 29691.7 吨的全部黄金，价值居然不足 1 万亿美元（仅为 9545.88 亿美元）。以上计算说明：要么是各国资金太充裕了，要么就是黄金价格太低估了。若按 2000 美元/盎司的价格计算，以上黄金价值刚好翻番，美国 8133.5 吨的黄金储备价值接近 6000 亿美元。价值总量不是很大，但哪怕只有 1000 亿美元或 2000 亿美元，其在金融市场的放大效应也不容低估。

（五）房地产和资源类商品受益于通胀预期

投资者都把通胀视为天敌，因此通胀预期也就成为人们不断投资和价值创造的内在驱动力。这在经济危机中尤其难能可贵。

总体来看，在未来通胀预期比较明确的情况下，为达到保值增值目的而将现金转换为实物是明智的选择；包括储蓄、债券等固定收益类产品也将因此逐步被投资者所轻视。大宗消费兼具投资类的商品，最为典型的就是房地产，是能够战胜通胀的另一重要选择。由此，我们可以断定，通胀预期将不同程度地减缓各国房地产市场的跌幅。在我国，除了“四万亿”和“十大产业振兴”等大概念，很多地方经济政策的实施效果不容低估：国务院已正式批准上海建设国际航运和金融两大中心，深圳也被批准建设涵盖“五大中心”的国家综合配套改革试验区，还有北京的国家级中关村自主创新示范园区、天津滨海新区、重庆两江新区、海西经济特区以及武汉经济圈、北部湾经济、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

苏杭服务转型等，中国的变化可谓日新月异，光彩四射。时间将会证明，这些长远规划代表中国的内部建设和国际化空间都蕴藏着巨大的潜力，除了相关经济圈和各产业直接受益于以上政策外，间接受益最多的还有房地产行业和金融业。

黄金之外的其他资源类大宗商品将逐步走上持续复苏的道路，但能否再度疯狂，取决于世界经济的新格局，即类似中国前二三十年的工业化到底有多大规模和影响。而原油则不但决定于经济复苏情况，还在很大程度上取决于世界新能源产业的发展进程。考虑金砖四国等**工业化进程尚未结束，最近一两年资源类产品总体仍将维持紧俏局面。**

（2009－05－14）



资产膨胀才刚刚开始①

这是一个全球经济动荡的年代，这是一个各国都热望以货币投放和低利率来解决危机的时代，而且，危机中的复苏竞赛迫使一些国家走向了保护主义，为此他们可能让本国货币竞争性贬值。以上特定因素催生了必将改变我们未来的、史无前例的流动性和投资冲动，这也正是资产价格膨胀的基础。长期来看，泡沫化是当今各国货币政策及经济周期的必然结果。中国将自2010年再度步入上升周期，未来5年的投资机遇值得珍惜。

半年多来的中国楼市和股市，再次说明了中国是全球最好的“学生”。在西方主导的上一轮资产膨胀过程中，中国的投资者是颇感困惑的跟风者，然而现在，中国人率先启动了新一轮资产投资运动，而且大有将“膨胀”进行到底的龙头风范。换句话说，按照目前的势头，中国有可能成为下一轮全球资产泡沫的领导者。

什么苗头使得我们得出这样的结论呢？前提是大宗商品市场和多数资产市场在2008年被一步到位地推倒了，这是“卷土重来”的市场基础。再来看看中国市场发生着的这些事实：诱发次贷危机的美国房地产市场还没有止跌，中国

① 本文发表于《中国发展观察》2009年第8期，人民网、新华网等转载。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

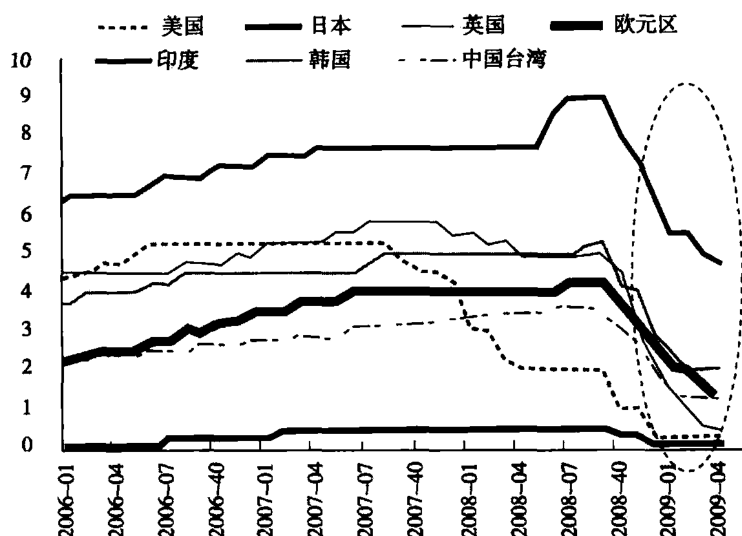


图 8-4 近几年全球主要国家（地区）利率变化

资料来源：CEIC 中金公司研究部

就已用降低房地产企业的自有资本金比例的政策结束了买卖双方的对峙平衡，使得许多濒临绝境的房地产开发商喜获新生。加之银行贷款的快速到位，导致了房价持续大幅度回升和地王频频出现。这一切来得太快了。再看股市，自去年 10 月 28 日见底以来持续上涨，尤其是 2009 年 3 月中旬二次突破 2200 点以后，已经在上升通道中连续上升了 4 个月，比上年的最低点接近翻番。根据彭博社提供的数据，2009 年第二季度新兴市场股市引领全球市场行情整体上涨约 34%，其中印度孟买和中国上海的主要股指分别上涨了 49% 和 25%，明显超过同期摩根士丹利全球股指 20% 和标普 500 指数 15% 的升幅。受西方经济复苏缓慢以及需求疲弱因素影响，近一个月以来，世界原油价格从接近 75 美元/桶的高位持续回落到 60 美元/桶以下，其他投资市场都因此而有所降温，然中国股市和楼市都兀自上涨，丝毫没有受到影响，势头之猛可见一斑。

当然中国良好的经济基础是决定因素。

1. 大环境来看，中国仍处工业化、城市化、市场化、国际化的中期。

2. 从制度层面看，本轮危机验证的中国独特的“国有 + 计划 + 市场”模式，是当前和未来几年中无敌的经济驾驭模式。

3. 从政府财政和国家财富的角度分析，中国实力雄厚。截至目前，国家外储余额达 2.13 亿万美元（达 GDP 的百分之五十多）；2008 年居民储蓄 21

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万亿元，最新金融机构各项存款 56.63 万亿元；2007 年财政盈余 706 亿元；2008 上半年财政盈余 11926.17 亿元；下半年受经济刺激计划影响，支出陡增，全年财政收人 61330 亿元，财政支出 62592 亿元，中央财政赤字 1800 亿元。2008 年，中国银行业资产规模超过 62 万亿元，并保持了 18.6% 的增长率；中国银行业不良资产率降低到 2.45%；而 7 年前官方公布四家国有商行不良率为 26.62%，当时国外则估计高达 50%。

4. 从市场要素来看，未来五年中国的劳动力仍能保持充裕供给和价格低廉；中国私人消费市场的成长空间是全世界第一位的；此外，人民币具有国际化趋势，仍然有升值潜力，足以保持资本净流入状态；中国外贸增速虽有下降趋势，但是会逐步被消费增长所弥补，同时，中国低调但坚决的劳务输出会成为未来外汇增长的新动力。

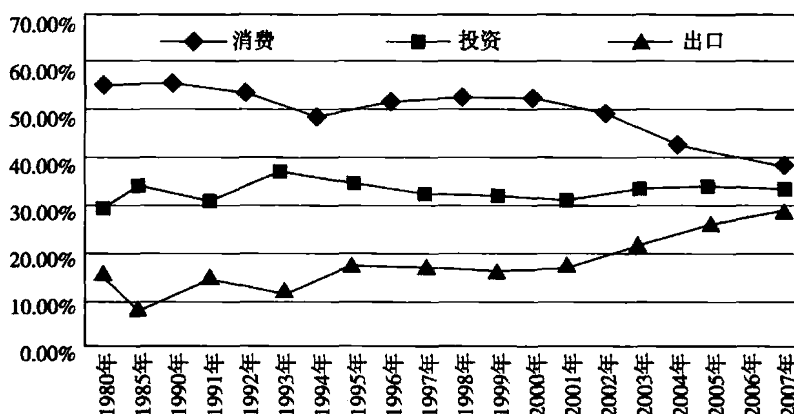


图 8－5　中国总需求的结构及其变化（1980～2007）

有研究表明，根据周期变动规律，中国的 CPI 指数可能会从 2010 年初重回上升轨道，此后很有可能在各种因素的综合作用下一直攀升到两位数。这个判断的基础是当前泛滥的流动性根本无法有效回收，而且中国复苏之后，各国经济也逐步结束调整而陆续进入增长轨道。从中国的经济周期来推算，这一轮的繁荣很有可能持续到 2015～2020 年。这一时间段符合中国经济的平均周期为 9.5 年的规律，也符合人口红利学的道理——中国劳动人口约在 2015 年达到顶峰，2020 年后进人老龄化社会。

展望未来的增长周期，虽然目前还停留于消化产能和纾困危机的短期刺激，但是长期可持续发展的路径是比较清晰的，那就是持续提高广大居民的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消费能力，促使经济转型和社会可持续发展。国家可以直接提高劳动者的收入水平并消除过大的收入差距，为此就需要政府为企业和个人减税，同时扩大政府举债规模以弥补政府开支不足。在这个方面，日本1961～1970年的“国民收入倍增计划”，开创了日本经济与消费同步增长的黄金时代。据记载，1961～1970年日本工人工资指数增长了1.7倍；至1973年，日本人均收入甚至增加两倍，池田内阁借此催生了一轮波澜壮阔的消费热潮。当前中国亟须改善分配结构，结束持续30年的“穷人垫背经济学”，日本当年的“国民收入倍增计划”值得中国决策者深入研究和高度重视。

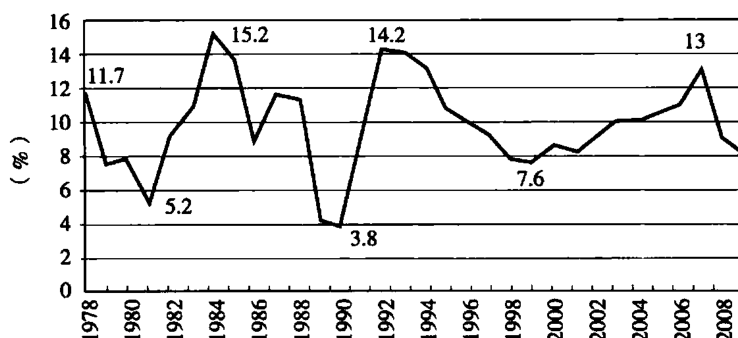


图8－6　1978年以来我国GDP增长情况

资料来源：首都经贸大学

以相对保守的5年繁荣周期看，这一轮的强劲增长，将为资产价格上涨提供最佳的基础条件。目前除了美国房地产还在顽固地拒绝止跌，实际上商品市场已经出现了较大的反弹，同时各国股市也出现了恢复性上扬，这是对未来的提前反应，既是反弹，也是牛市的第一波。随着形势日渐明朗，略微调整后，未来还都会重拾升势。以原油市场来说，近期的下跌是前期上涨过快的修正，与美元汇率的暂时走稳以及真实需求不旺有关。不过跌破60美元/桶后的再度做多机会正在临近（每桶50美元上下5美元应该是一个区间底线）。当美国的失业率达到两位数并开始出现回落迹象时，应该就是美欧经济正式进入复兴的重大标志。以此为准，国际贸易将开始逐步恢复，届时原油价格与国际运价轮番上扬将成为世界经济告别危机的最有力的说明。这会带动其他大宗商品再度走牛，其他资产市场也会在经济复苏的背景下次第走强，刚刚瘪下去的泡沫会再次被吹起。本轮资产价格上涨很有可能伴随整个经济增长期，加之流动性作祟，不排除部分商品和资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产再创历史新高的可能性。

没有必要担心货币政策的快速逆转，原因是当今世界各国的货币政策对资产价格的敏感程度远远低于对 CPI 的敏感度。问题和奥妙就在于此：由于传导作用的滞后性，往往资产价格膨胀到泡沫化后期，央行才会针对过热过高然却姗姗来迟的 CPI 而紧缩货币供应。何况，从目前来看，中国的产能过剩以及美国去杠杆化的长期化都将持续制约商品尤其是消费品价格的上涨，这就使得 CPI 的上涨更加滞后，换句话说，未来资产价格有充分的时间从容地上涨。及至 CPI 达到两位数的时候，资产市场的投机分子们已经赚翻天了，届时货币政策的暴风骤雨，只会更多地伤害实体经济本身。

不过从短期来看，我们的确需要警惕一些风险因素，包括货币政策的必然微调和市场内在的技术调整，毕竟 2009 年以来的贷款增量已经高达 7.34 万亿元，毕竟房市和股市都是逆势而上的，三者的短期上涨过猛都很难持续，调整一下是非常必要的。

根据 20 世纪 90 年代末亚洲金融危机后我国经济近乎 W 形的复苏情况来分析，中国经济在年底前后仍有可能再遭考验，问题可能来自诸如源于国际经济复苏缓慢的出口增长继续回落，以钢铁为主的国内产能过剩仍将十分突出，以及寄予厚望的消费增长可能比较迟缓等。

从长期来看，资产牛市的卷土重来是必然的，其根本原因就在于目前美国的经济状况使得美国不得不继续采取宽松的美元供应政策，世界各国的货币政策以及资产市场也将因此发生深刻变化。需要引起注意的是，美国或许必须维持美元超量发行政策，原因在于，美国政府和家庭负债以及高额的外贸逆差已经达到了除此之外无法挽回的糟糕境地。截至 2009 年 9 月 30 日的当前年度，美国财政赤字预计将从 2008 年的 4550 亿美元上升至 1.75 万亿美元，占其 GDP 的 12.3%。鉴于美国减少外贸逆差的内在需要，美国需要弱势美元政策刺激出口增长，所以美元长期徘徊在相对低位是个较为合理的预期。加之经济复苏并进入繁荣周期后的需求增长拉动，通货膨胀的长期趋势根本无法逆转。恐怕也没有哪个国家的政府有足够的能力和动力去改变这一趋势。

美国经济约 70% 靠消费拉动，然而其家庭消费支出严重受制于房市和股市的繁荣，其中房地产占家庭资产净值的 36%。自 2007 年第二季度以来，美国人在这两大市场的投资已缩水了 12.9 万亿美元。美国迫切需要股市和房市的回升以改善家庭资产负债状况和促使经济重新增长。所以美国不会轻易改变现行的货币政策，不会轻易提高利率，尤其是失业状况尚未得到明显好转

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的情况下。由此，我们也不难理解为什么美国近期声称要打击石油市场的投机行为，因为美国人对高油价高度敏感，过速上涨的油价对于美国经济是不能承受之重。

另外，美国投行的资产对资产市场景气的依赖一点都不亚于美国家庭。如果未来美国股市和房市深度下跌，那就会对美国经济和社会构成致命的打击。对此，美国政府应该有比我们大家都更为清醒的认识。由此推测，美国今后的政策目标因此将小心翼翼地服务于美国股市和房市的"繁荣"。这无疑是世界各国投资者共同的福音。

综上所述，现在谈资产泡沫还为时过早，因为这才是资产膨胀的开始，未来五年多的时间里，商品及资产价格还很有空间。笔者初步预计，中国股市的6000点有望在两三年内收复，未来整体市盈率有望随着上市公司业绩的提升而下降；未来1500～2000美元/盎司的黄金价格也许并非狂想；至于中国的房地产，过往事实已表明，中国政府"无法控制"中国房价。又由于2009年在政府感召下用力过猛的银行将对资产市场高度敏感，决定双方都很难再度积蓄打压的底气和决心。"中央政府保增长+银行求稳定+开发商要利润+地方政府财政依赖"的共同作用，以及人均土地资源稀缺和城市化进程加快，决定了我国房地产行业未来数年仍将持续"繁荣"，房价、地价或许还会扶摇直上，最终很有可能成为下一轮中国危机的导火索，就像如今被视为万恶之源的美国房地产一样。不一样的是，中国的房地产市场将有效消化必将伴随中国未来的产能过剩和劳动就业。而房地产商未来所获的高额财富，会在扩大再生产中源源不断地投入到社会各行各业中去。政府的责任不是去徒劳地干预房价，而是要创造条件持续提高居民收入，同时为低收入阶层提供更多名副其实的廉租房、限价房和经济适用房。

未来五年，一场轰轰烈烈的资产膨胀运动将在中国这个全世界最充满希望的国土上持续上演。拨开时间的迷雾，我们不妨提前数年来评判其功过是非：当资产膨胀不可避免地达到泡沫化程度时，其弊端自然不言而喻，然而历史终将证明其功大于过。主要原因在于：中国的突出问题是储蓄率过高背景下的消费不足，这就使得中国经济非常忌讳通缩，而是需要一个长时期的通胀过程加以扭转，同时资产性收入对于消费力增加将起到关键的推动作用，在这方面，美国的确曾经走得过头了，但是中国的问题是严重不足，有必要抓住历史机遇，利用各种有利条件加以改善。未来的这一轮资产膨胀运动将极大地促进中国经济转型。此次转型关乎中国社会政治的稳定和经济的可持续发展，关乎中国能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

否进入国强民富、民生和谐的新的文明时代，关乎中国最终能否真正成为世界一流国家，以及中国的黄金盛世能否达到人类历史的巅峰并长期维持下去。在此，希望社会各界能从历史的高度、从国际全局的角度加以认识和把握，不要任意滥用一些陈旧僵化的教条阻挡历史变革的洪流。

（2009－7－11）



我国资产通胀将被分级推进①

审视中国资产通胀现象及预测其未来走向，可能需要一个更加宏大的视角。

（一）美元的全球储备货币危机是资产通胀的原动力和终结者

传统经济学不但对于全球化估计不足，而且对于货币的全球化及其演变也估计不足，所以才会在当今时代屡屡出现困惑、争议，甚至失误。不可思议的是，现在仍然还有很多人，仅仅局限在本国经济和金融因素而看待和处理国内经济问题。殊不知，一切的根源和症结仍然更多地受制于国际乃至全球因素。

美元成为全球主要储备货币，大家曾经觉得这是一个很自然的结果。但是当美元脱离黄金而充当全世界主要储备和结算货币的时候，人们对此可能引发的后果普遍缺乏应有的评估。现在看来，最直接的后果就是导致了美国的过度消费以及美元的全球泛滥。欧元出现以后，美元实际上已经面临了挑战；此间格林斯潘决定不做“惊醒梦中人”的角色而滥用宽松货币政策维持美国业已摇摇欲坠的表面繁荣；“巧合”的是，美国又出了一个好战总统小布什，把美国的军事开支推向了仅次于“二战”的历史高峰；最后，过度宽松的货币政策被金融自由化所利用；与此同时，美国的金融监管却在多年的繁荣中被“煮”死了；所以才有了房地产的暴涨暴跌，以及随后失控的次贷款危机；次贷危机只是个导火索，美国的衰落是早就有一系列征兆和趋势的。所以，与其说本轮金融危机的根源是次贷危机，是美国人过度消费，都不如

① 本文发表于《中国财富》2009年第12期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说是美元的特殊地位诱发了这个结果，从而最终导致了全球金融危机。

经济危机后，美国选择带动各国连续投巨资救金融、救经济，深层的原因还是美元和美国利益在主导——美国是全球最大的债务国，通胀是其稀释债务、化解矛盾的最佳选择。从这一刻起，全球的货币政策延续了或主动或被动跟随美国和美元的惯例，全球通胀作为一个长期结果，也就不可避免了。

所以未来还要紧盯美元，单个国家的货币从紧是不现实的，也难以从根本上改变全球通胀的大背景。然而，现在的初步判断更多倾向于认为：美元至少一两年之内很难恢复强势。这是美国经济的缓慢复苏所决定的。美国是危机始发国，财政金融最为紧张，金融与虚拟经济的矛盾也最为突出，即便不得不强化金融监管和采取贸易保护措施，其实体经济和产业空心化也积弱难泛；另外其金融管制的增强以及他国资本的倒流会大大降低未来数年美国经济的竞争力；可依赖的军事产业如今没有多大发挥空间。如此种种，可以说美国经济显著复苏的路程以及美元加息的条件还比较遥远。这决定了美元中期不会走强，那么现在主导商品以及资产市场的焦躁情绪和炒作逻辑，就不会戛然而止。

美元弱势，紧盯美元的人民币就会相对其他货币相应贬值，这有利于中国出口的较快恢复和流动性加剧——顺差积累和套汇外资流入。假使美元继续走弱，中国的对外投资力度将不得不加快加大，这将会对全球资产价格起到支撑和催化作用。

总结起来就是：美元的危机不结束，全球通胀的隐患就不会消除，而在很大程度上受制于美国货币政策的中国，资产通胀的脚步也不会单方面停滞。

（二）经济总体状况和发展前景决定了我国资产通胀引领全球

首先，我国近年来的经济增长速度傲视全球。连续30多年接近两位数的经济增长，使得中国经济具备了持续稳定发展的基础，尽管目前存在一定的产能过剩和结构性矛盾，但这是发展阶段的必然，瑕不掩瑜，中国经济结构和环境总体而言都是比较合理的，制造业的国际比较优势仍然比较明显。

第二，危机后中国的恢复速度全球第一。这源于中国经济较好的抵御能力，最主要的是强大的财政和外汇积累，还有银行系统集中而稳健的经营，以及资本项下资本流动性的管制政策，使得中国较少受到国际危机的深度牵连，而且还具备强大的财政与货币政策空间。因此，2009年的经济增长速度可能达到8.5%，至少成功保八，这已经是全球金融危机中的一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奇迹。根据目前的政策导向以及经济走势，预计2010年的经济增长速度很可能再度达到两位数。

第三，中国的“四化”建设仍有巨大空间，新的繁荣周期已经开始并将持续3年以上，所谓“四化”就是“工业化、城市化、市场化、国际化”，都尚处中期阶段，仍有很大发展空间。生产制造、重化工业等还将持续作为推动经济发展的主要力量；城市化从目前的45%到发达国家的约70%，还有20%～30%的空间，每年几千万人口的进城速度，使得作为城市化龙头的房地产业获得了源源不断的旺盛需求，房地产的兴盛因而得以持续并拉动经济快速增长。中国市场化的下一个动力可能与反垄断有关，种种迹象表明，我国国有企业已经达到巅峰时刻，随着经济的转型，民营企业将在市场化方面发挥更大的活力。继中国产品的国际化之后，未来的目标是中国货币的国际化以及中国投资的国际化，这将成为带动中国经济稳定增长的新型驱动力量——轻资产、高效益。

根据以往20～30年的经济数据分析，我国经济周期约为9.5年。按照这个规律，2009年是一个新的上升周期的开始，繁荣应该能够持续3～5年。尽管有人一直在质疑过度依赖政府投资拉动的经济增长是否可靠，但是增长的现实是最有说服力的。尽管存在结构调整不够主动等不尽如人意的地方，但是，在危机中的全面救助对于力保中国不脱离快速发展轨道的贡献是显而易见、不容否定的。悲观人士还在忧心未来的“政府退出”会造成经济的再次低迷，个人认为是没有必要的。就我国政府在本次危机中的总体表现来看，目标是非常清晰的，那就是保稳定、保增长。事实上政府做到了。如此复杂的严峻考验面前，中国当局的表现充分说明我国政府的经济智慧正处于最佳状态。**在一个成功的大政府主导下，来之不易的成果不会轻易葬送，未来的“退出”时机尽管不很确定，但有理由相信会在外需复苏、内需增长及民间投资启动可以共同替代政府投资下降的时刻，应该会是一个平滑交接。**在目前民间投资意愿不足、企业存款异常增长的情况下，很显然，政府不会轻言退出，货币政策也不会改弦更张。

（三）我国资产通胀将呈现多级推进格局

流动性泛滥的根源是弱势美元的长期结果，中国的4万亿元投资只是“锦上添花”，而2009年以来的贷款暴增在促进信心恢复的同时，也给不少企业和投资人更多的冲动，在实体经济比较迷茫的时期，着眼于未来保值增值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的资产投资几乎成为一种经济时尚。

流动性并不是资产通胀的唯一推手，未来人民币升值和收入分配改革将陆续走上前台，成为未来分级推进我国通货膨胀和资产通胀的新动力。

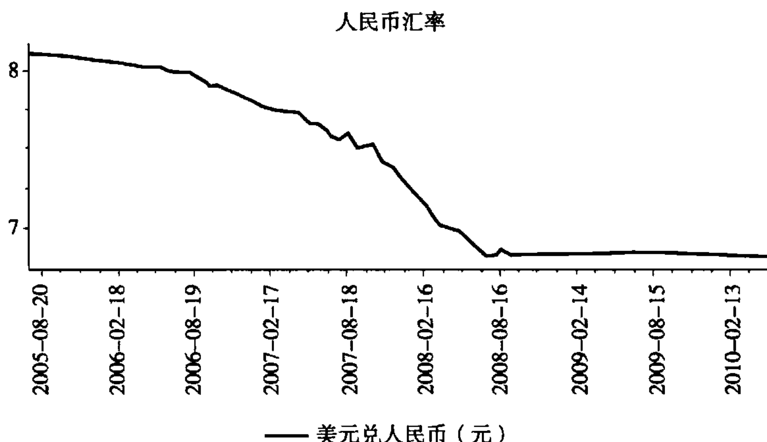


图8－7 人民币汇率走势图

数据来源：Wind 资讯

自2008年中期以来，人民币兑美元汇率一直在6.82附近窄幅波动，这期间由于美元汇率持续下降，人民币的实际有效汇率下降了约10%，这已经导致世界主要西方国家的强烈不满，而新兴国家最近也开始忧虑中国出口对本国经济的冲击。或者升值，或者等待更多的反倾销措施，中国靠汇率贬而不升保护出口企业的政策，恐怕难以持续了。未来一年内持续流入的外资会逐步与国内资金博弈资产投资机遇，不过终将会形成合力，共同推动中国资产价格继续走高。

“国富民强”与“和谐社会”目标一致需要对显著滞后的国民收入分配体制进行改革。30年前日本的“国民收入倍增计划”开启了日本经济增长的新模式，使得日本的繁荣得以延续了更长的时间。中国目前的发展阶段也处在增加居民收入改革的最佳节点，无论是为了加快消费经济的转型，还是顺应民意、缓解社会矛盾，都应该尽早启动一系列的收入分配体制改革。据悉，权威部门已经在制订有关方案，教师工资制度改革也已经拉开增加居民收入改革的序幕，公务员的薪酬体制改革也在反复酝酿之中。收入增加及其预期，对于诸如房地产和生活消费品的价格，都将起到稳定或推高作用，而持续上升的房价会不断强化个人收入增加的社会诉求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

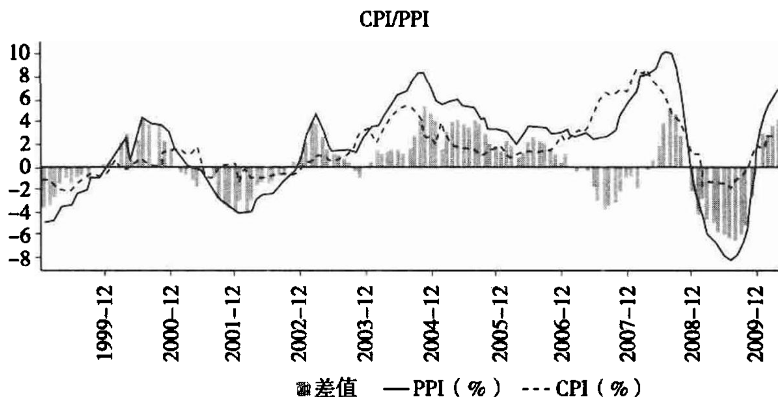


图 8-8 CPI/PPI 走势图

数据来源：Wind 资讯

就股市而言，通胀初起无熊市。CPI 已经由负转正，但由于生产过剩以及消费品充足，未来的通胀很可能是比较温和的。所谓货币从紧防通胀，目前属于“有争议、无风险”的状态。在 CPI 增幅达到5%以前，不太可能有过于紧缩的货币政策遏制资产膨胀。2007 年的牛市一幕有望重演。房产与股市有望继续领衔“中国造富运动”。

上半年笔者一直在说通胀的风险不可避免，尽管不少人一味地担心通缩会很严重。年中我也曾断言“资产通胀才刚刚开始”，幸运的是，这些已经得到资产市场和经济数据的验证。

通过以上的分析，相信我国资产通胀仍将持续。2010 年春季的贷款高峰还会再现，人民币升值也是一道绕不过去的坎。而且，作为政府主导的当前经济增长模式，已经严重滞后的收入分配改革势在必行，居民收入增长将逐步开启消费增长的大门。这一切都指向一个共同的目标：资产通胀仍将持续下去。值得警惕的首要因素是美元的加息——具体时间难以预料，有待今后出现新的判断依据。只是但愿未来美国的复苏和美元的加息不会重演新兴国家以前的危机。这个愿望虽然良好，然而历史已经多次告诉我们：经济周期的宿命实际上很难更改。美国的复苏一旦开始，应该会吸收大量的全球资本重新流入美国，开始美国新的复兴周期，而发展中国家将不可避免地受到影响。世界万事万物都是博弈的结果，也许博弈的最终对象就是时间——如果在资金外流以前，中国资产通胀已经得到部分地主动治理，则届时的冲击就会小很多。

（2009-11-10）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

警惕经济危机再度敲门[①]

虽然大危机以及全球联合救助的惊心动魄犹在眼前，然而各国政府的“退出政策”早已纷纷登场。继印度、澳大利亚等国加息之后，中国已在新年连续两次提高存款准备金率，并且央行很可能不久将针对 CPI 升温开始加息。而作为危机始发地的美国，也在2月19日意外宣布提高贴现率25个基点。至此可以判断：在通胀预期以及“过度干预”的双重压力之下，各国政府已然开始向流动性宣战，“退出”大幕真的即将拉开。

目前市场预期认为：也许半年之后，美国有望开始加息；鉴于一贯重视遏制通胀的政策目标，今年中国央行的加息冲动也显得格外强烈，不排除先于美国而连续加息的可能性——尽管这会不明智地加大人民币的升值压力。

鉴于美国的双赤字太过庞大而且经济复苏动力不足，所以美国会严重依赖低息政策换取复苏，原则上美元不敢轻易加息，而可能更多地把复苏的希望寄托在人民币的升值方面；但美国不加息，中国先升值和先加息都是不明智的。这是中美之间的一个关键博弈，个中的价值和政策取向将事关今后的世界经济发展格局。笔者认为，中国应该允许人民币适度升值，以适度修正国内经济的失衡，同时对弥补全球经济不平衡做出贡献。抛却个人感情而言，中国的人民币已经成为当今世界经济的“堰塞湖”，压力一定会越来越大，拒绝升值只能是中美两国两败俱伤。如果人民币开始逐步升值，美国经济复苏压力会骤然减轻，美股的“定量宽松”和中国的通胀压力都会减弱，同时也有利于中国对外投资和扩大消费。应该说，人民币升值从长期来看对中美双方乃至全球都是有利的。遗憾的是，人民币汇率正在逐步演化为一个政治意味浓厚的国际问题，以此作为政治筹码。而抵制人民币升值的呼声仍然占据着国内主流，这可能会影响到中美经贸与合作关系，加大双方经济复苏的不稳定性，对此，诸多方面的风险不可不防。

以上表明，未来一两年内全球经济可能即将进入一个以遏制通胀为目标

---

① 本文发表于《中国发展观察》2010年第5期，人民网、新华网等转载。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的加息周期；与此同时，“政府退出”必然带来流动性或快或慢的回收。这对一年多来过度依赖货币投入而显得虚火过旺的资产市场而言，的确是一个值得严重关注的坏消息。“两会”期间，央行和银监会领导对“今后政策将参考资产价格做出考量”的表态，也值得重视。毕竟以中国楼市和大宗资源商品为代表性的资产，已经处于惊人的高位，从较长期的观点看，应该已经处于泡沫后期了。

从2009年我国汽车的惊人消费量、房地产价格快速越过2007年高峰的突飞猛进、黄金价格的上升和奢侈品在中国的热卖等，还有国有企业的财大气粗与民营经济的踌躇不前、政府投资驱动的基础设施建设大跃进和产业结构矛盾的阵痛无法缓解，以及内需增长的可持续性看，虽然问题和矛盾于经济发展的各个阶段都难以避免，但是，必须承认：在众多矛盾和问题相互纠结的情况下，在各国政府已经开始举起“退出”大旗的背景下，放眼未来，我们的确难以乐观处之。

反观一年来的资产市场，确实涨幅巨大然而却缺乏新意。这种复苏来得过于迅速反倒显得虚弱且难以持续。假如金融市场的这种乐观情况毫无悬念地继续下去，那么未来还会有人关心实体经济吗？不如都来豪赌吧？

笔者不知道已有泡沫的市场繁荣还能维持多久——中国股市的泡沫程度相对较轻，但有一点可以肯定：就价值投资原则来看，尤其是在中国，目前已经很难挖掘出什么便宜资产了，至于物超所值的收购机遇恐怕更是寥若晨星，甚至根本就不存在了。这是一个危险的信号。因为市场价格水平偏高本身就是投资经营的最大风险。在这样一个阶段，适宜的策略是谨慎自己的扩张脚步，激进一些的就要适当收缩战线了。

最近拜读哈瑞·丹特的又一本热销著作《下一轮经济周期》，其核心预期是：根据人口分析和科技发展周期规律等，预计2010年年底至2012年很可能会是全球经济真正触底的年份，接下来的大调整几乎不可避免。大宗商品和包括股市、房地产在内的金融市场将大幅回落，道琼斯指数有可能从目前的10000～11000点跌到3800点的超级低位。一家之言，权作参考。如果不是著作本身的论述格外全面而详尽，如果不是看到作者旁征博引的大量数据，很多人都会怀疑这不过是危言耸听。不过笔者认为，虽然偏爱预言的哈瑞·丹特并非所有预言都会实现，甚至有些预言被证伪，但这本著作对于经济前景保守而谨慎的看法是值得借鉴的，至少有助于增强企业经营和投资的风险防范意识。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基于通常的经济发展逻辑并对比以往经济危机史来看，发生于2008年的这次大危机的消退速度明显有过快之嫌。被西方奉为经典的凯恩斯主义轻松地暂缓了危机的破坏性，但似乎并没有改变全球经济残缺失衡的基本格局。大宗商品和股市的快速大幅反弹，似乎是一切旧事物的卷土重来。最为典型的是中国的房地产。在一个必要的调整和一个必不可少的大浪淘沙阶段还没有正式开始的时候，就被货币政策的突然转向所终止了。非但如此，还再度疯狂并创造了惊人的新高，以至于目前市场和政策都困惑不已、进退两难。

令人不安的另一个因素是：**大危机之后，人们失望地发现这个世界并没有诞生我们翘首以盼的新技术、新热点，也没有找到足以令人兴奋并拉动经济再度复兴的新兴产业，唯一的新能源还尚未达成国际共识。**这当然不是人类科技创新能力的枯竭，而是充分说明世人还耽于已经没有空间的老路不肯离去。在“S”形的顶部，在传统技术的成熟期兀自沉迷，以逸待劳地期待着“往日重现”。此类事实本身似乎在告诉我们：**未来的确还需要一个彻底的市场洗礼才能让人们从旧梦中苏醒。也唯有接下来的深度洗礼，才能让真正优秀的精英脱颖而出，激发出新的龙头以带领世界走向新的高度。**

目前各国急于“退出”的政策取向以及向通胀宣战的姿态，尤其支持以上这样惨淡的经济前景预期，对于中国而言，下一轮的经济探底将很可能主要表现为产能过剩下的通货紧缩。

另一个加大悲观预期的有力砝码是近期美国看似古怪、实则无奈的所作所为。在没有新理念、新出路的情况下，美国为了自保和复兴，已经不得不放下一贯高贵的身段，不再为世界乃至自己的盟友承担任何责任：美国巧妙地揭开了欧洲诸国财政危机的内幕，在本已伤痕累累的欧洲伤口上撒下了一把引世界瞩目的“盐”，结果当然是本已难以为继的美元重新获得了市场的青睐；美国还步步为营地把刀口架在了丰田汽车的脖子上，轻松地为美国制造业的复兴和出口之路扫清了障碍；美国还接连掀起与中国的贸易争端，顾不得“西方大哥的一贯主张”，带头实施贸易保护主义，对外国产品设置壁垒，并发誓要在五年内实现本国出口翻番；美国还在伊朗核问题、对台军售等方面突然强硬起来，地区安全乃至世界和平因此阴云密布、吉凶未卜；为防失业率继续攀升和避免20世纪长达10年的高失业率重演以及由此带来的政治压力，为了弥补老龄化和居民储蓄意愿增强导致的国内消费难以复苏，美国接下来还会使出更多的手段来为自己抢夺国际发展空间，包括以更强大的攻势迫使人民币升值等。以上这些迹象表明，未来两年内，中国的国际生存空

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间有可能受到严重挤压，经济增长的外部环境有可能进一步恶化，而内部产业结构调整的矛盾可能会因此而加剧。

欧洲的主权信用危机尚未解决并且不排除引爆欧元危机的可能性，法国和英国的航空业又接连出现罢工事件——这不支持原油价格的继续上涨，加之伊朗核危机可能恶化，世界局势正变得扑朔迷离，给人的感觉是世界经济的列车正在缓慢地奔向二次危机。以保守的思路看未来，应该说：危机真的还没有过去，大萧条似乎还在向我们招手，真正的考验也许就在后面的两年中。

悲观也好，乐观也罢，孰是孰非只有事实可以验证。目前真正有意义的是对未来的应对之策。正如巴菲特所说：预测远没有策略更重要。高明的策略应该尽可能考虑到两种极端情况的可能性，而不是简单地一边倒。好的策略应该注重避免灾难性的结局。

那么，企业和投资人又该如何应对呢？

从稳健经营的战略看，企业应对策略应该开源与节流并重，在努力提高赢利能力的同时，适当通过内部整合进行收缩，以防严冬期可能出现的资金紧张和不时之需。

回望商场百年的兴衰与浮沉，“其兴也勃焉，亡也忽焉”，究其原因，到底有多少属于意外，又有多少可归于内因呢？前行之路，多一些反思和警醒总是好的。基业常青需要过人的智慧和扎实的内功，也需要汲取他人的反面教训。

“凡事预则立，不预则废。”严冬有可能不久后再度来临，有时一味地图大谋快反而会让事情突然间变得一团糟。在接下来的经济不景气期间，投资人应努力降低负债水平，如有可能就尽量地增加自有现金储备。

“未知之未知”或许还有很多，在风险没有来临之前，主动地防病治病和强身健体是永远不会错的。假如二度衰退真的如期而至，那么以上的未雨绸缪会让我们获得一个巨大的“危机奶酪”，未来的投资效益就会倍速提升！即便最坏的经济预期并不一定很快出现，适时地调整经营思路并优化财务状况，仍然有助于公司健康发展。不过相反，如果危机再度来敲门，而我们毫无准备，那么危机就很可能破门而入，我们能保证自己还能像上一次那样幸免于难吗？

（2010－02－23）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流动性背景下的资产泡沫及投资策略[①]

2008 年 11 月，也就是大形势最困难的时期，笔者一直在鼓励大家做多资产，一直看好未来，尤其是中国的未来，包括股市、房地产、大宗商品、原油和黄金。大家看笔者过去的资料，都有相关的文章。一直在鼓励大家，说资产通胀一定会出现，资产通胀才刚刚开始，而且在中国长期来看会被分级推进。

但是大家注意到，在今年 2 月份的时候，笔者写了一篇文章，叫做《危机可能不久后再度敲门》，包括后来笔者在支持政府对于房地产的一种打压或者调控的态度。这个月的 9 日笔者在宁波演讲，提出来个人感觉都比较惊人的题目，那就是《警惕经济再度失速》。

首先从大的环境来讲，目前我们需要注意的问题就是金融市场，包括商品、房地产与股市，全球来看都有过快回升的迹象。尤其是相比实体经济的恢复程度，尤其是原有的各种矛盾和失衡没有得到有效改善的情况下，金融投资者过度乐观表现得非常明显。笔者认为从逻辑上来讲，世界经济也好，中国经济也好，不应该简单地回归到过去的老路上，而且这种老路是一种错路，这种错路曾经导致了世界经济危机，这是我们需要警惕的一个方面。

从国际环境来看，全球的治理结构和经济秩序处在重构之中，在重构期间，会有很多的摩擦和国际的争端，也是需要关注的风险。首先我们看美国和欧盟以及日本这些国家，实际上现在他们处于财政赤字非常高的时期，像美国，是双赤字非常严重的，达到了历史上最高的水平。而且他们目前没有办法有效地削减自己的财政赤字，对于经济进一步地恢复和增长实际上形成了比较大的障碍，这个需要注意。大家又把希望寄托在中国、印度这些新兴国家上面，个人觉得中国和印度目前尚且无力担当这个角色。最主要的就是中印两国对于世界基础资源的过分依赖还没有解决，另外一方面，受到的资

① 本文根据“2010 投资与理财年会暨第四届学习型中国投资理财论坛”演讲报告整理，部分观点发表于《投资与理财》杂志 2010 年第 9 期，以及《中国证券报》，中央电视台亦也引述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产泡沫和通胀预期要强烈于西方发达国家的压力。从西方国家来看，尽管曾经有大量的货币投入，但是由于他们的货币流速放慢，投资者的信心和政府投资资源的减少，所以他们的通货膨胀压力实际上要远远小于新兴国家，中国和印度未来的通胀预期显然要强于西方国家，这是需要我们未来解决的。

个人认为，中国过于集中的外汇储备，这样庞大的资产在历史上也是惊人的，我们对它的价值实际上很难单方面地掌控，实际上它也是一个比较大的泡沫，存在缩水的风险。中美博弈的焦点问题反映了中国目前没有超出西方发达国家所经过的对外投资和解除资金管制的金融开放的历史阶段，没有实现自我超越。美国人逼迫中国人升值人民币，其根源在于中国的金融管制过于严重，中国把大量的外汇储存在国内，而且是在政府手里，而没有适时投资到国外，这样就会造成西方的资金紧张。前面美国指责中国是过度储备外汇，对外投资不足，是引发危机的重要原因之一，笔者认为这里面有一定的道理。就这个问题来看，未来的争端还会加大，到底中国会选择什么样的道路我们拭目以待。个人认为人民币可能会恢复缓慢地升值①，可能会伴随着国内劳动者收入水平不断提高的过程。人民币升值的中美博弈反映了中国和美国在政策取向上的一个博弈，而且中国和美国都面临着非常大的矛盾，比如说中国承受不起快速升值，而美国对于我们的升值期待是非常强烈的，在这种情况下，我认为有些问题我们不可预测，要有一些风险意识。

流动性泛滥正在导致“炒作经济”横行。炒作经济在这一年半的时间当中，给很多人增加了很多的财富。但是我们也要注意到，过快地回升和过快地上涨本身就积累了风险。我们把实体经济比作土的话，货币的投放就是水，长期水旺于土的结果就是水草疯长，环境很美，但是收成可能会下降。如果像危机之后股市和房地产的快速上涨能够得以持续，如果我们的乐观情绪能够这样发展下去的话，按照这样一条思路，按照“做多并持有”的思路，使我们的财富像直线一样增长，甚至是裂变性地增长，如果未来这个思路都不发生改变的话，可以想象，还会有人去投资实体经济吗？大家都来炒作，这是非常危险的信号。过度反弹的资产市场，尤其是国际大宗商品，要小心出现高位震荡，这也是泡沫之一。

另外提醒大家一句话，目前各国政府正在急于做政策退出，包括财政收缩和回收货币、提高利率。个人感觉货币投放，尤其是超量的投放，历史经

---

① 2010年6月20日，中国央行宣布重启人民币汇率改革，此后人民币对美元再度缓慢升值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

验表明都不会收回来的，在10年之内可能造成严重的通货膨胀或者恶性的通货膨胀，资产价格的底部会因为过度的货币投放而不断抬高。这个规律是改变不了的，过度投放的货币政府不可能收回来，至少不可能完全收回来。我们知道，经济在本质上是受私人利益驱动的，是所有的经济活动的综合，政府目前对经济处于一种主导和掌控的地位，但是政府搞的是政治，它必须要考虑民意，考虑人民的福祉，考虑各方面利益的平衡，它最终会向市场让步。各国政府现在头脑发热地认为他们现在应该“退出”，这个想法是不会实现的。笔者的看法和李稻葵教授的看法是一样的，从长期来看，资产价格和商品价格的低价时代已经被前几年过度的货币投放彻底结束，不可能再回到过去。各种资产价格会不断抬高，这是笔者的基本观点。

跟李稻葵教授看法不同的是，笔者更多地看到近两年的短期风险。比如说，世界主要国家的债务风险威胁经济复苏，现在日本的负债率是227%，它有没有可能成为第二个希腊？这是一个未知数。国际上一些高端的投资者和高端的决策者会对这个问题引起重视，我们也需要观察，不能盲目乐观。因为日本很多年停止增长，而且它现在是负债率畸高，而且遭受通货紧缩之困，有没有可能成为第二个希腊而造成全球性的负面影响？未来两年，这都值得我们警惕。

综合人行和中金的报告，发现中国政府潜在或隐性的负债率，很可能达到了70%～80%。这是非常可怕的数字，已经引起了世界的关注。如果说政府想对地方融资平台过度、不正常融资的问题一抓到底的话，它产生的负面影响要远远高于提高利率对经济产生的负面影响。究竟怎么样，我们可以关注。这个问题本身就值得我们警惕。相信媒体所披露出来的问题大部分都是存在的，因为笔者也了解一些地方企业和地方融资平台，这个风险支持了笔者一个观点，那就是从2010年下半年到2011年甚至是2012年，中国经济可能会比较困难。

中国房地产市场，笔者认为是目前中国经济的一个“堰塞湖”。曾经笔者非常乐观，过去的基本判断也已经得到事实的验证。但是现在必须提醒短期风险。固然，从长期来看，中国房地产前景是不容怀疑的，它在国民经济当中的支柱和命脉地位是短期无法撼动的。大家可以不满意，但是要讲现实，动了房地产对一个国家影响很大，这在中国，在日本和美国都是一样的。大动房地产对本国的经济系统意味着什么？答案不言而喻，所以，这不是你满意不满意的问题，我们要客观。另外就是房地产行业的利益链已经根深蒂固，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

城市化的进程我们现在是47%，西方发达国家是70%，我们每年以1.5%的速度在增长，那最快也要到2018年到2020年才能够实现基本城市化。在这个过程中，房地产长期前景不容怀疑，甚至直接地说：长期来看房价上涨的前景也不用去怀疑。但是就像现在在谈物价的过快上涨一样，中国的城市化实际上也存在冒进的嫌疑，有些人在质疑我们可不可以放慢一点速度来发展中国的城市化和中国的房地产，目前这种说法正在占据上风，会影响我们的决策层。

从现在来看，主要大城市的房地产价格短期空间已经不大，但是长期仍然有空间。就算是接下来的一两年房价会跌，一线城市仍然有长线空间。因为一线城市代表着最豪华的公共服务，最现代化的理念，也就是区位和地段优势永远是一线城市房地产和居民所追求的。就算是中国在三四线城市和城镇化实现以后，这些人作为人生的一种追求和财富的一种追求，也永远是向上端城市搬迁的。最有钱的那部分人，永远都是告别小城市走向中等城市，然后告别中等城市的，走向大城市，所以我认为一线房地产未来的空间还是相当巨大的，起码10年之内还是有巨大的升值空间的。

资产500万元以上的多数家庭，会有两三套甚至三四套住房。接下来的价格调整，个人认为是过快上涨的市场自发的一种调整，当然恰逢了政策的打压。笔者认为这次的市场下调是应该的，房地产市场也必须要给政治一个交代。

刘吉教授近期接受《每日经济新闻》采访时说，“这个国家是人民的，还是总理说了算，不是总经理说了算”。不知道这句话是否引起了大家的注意。笔者当时看到这儿，就感觉房地产市场要开始调整了。果然现在北京通州和广州的房价已经开始下降了。这几个月，从短线操作来讲可以套现一部分，但是从长期来看，作为家庭理财和财富的主要存在形式，笔者仍然相信10年之内，它会以数倍于其他投资的增长幅度来增加你的家庭财富。只有到2018年到2020年，出现几个系统的不利因素叠加以后，才会使得中国房地产的高速增长面临威胁。我国城市化率到2018年到2020年是60%，目前的人口红利到2018年也正式进入老龄社会，届时65岁以上年纪的人口有可能占到10%～15%，已经是人口负债期了，这两个因素叠加，笔者认为，只有到那一年，你才考虑说我没有卖出房子有可能铸成大错，今年应该不是大问题。

短期调整大家已经看到了，这也是笔者在前半个月定的基调，目前已经被验证。笔者以为“央企地王”不是什么积极信号，历史上“大地王”拿到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地以后也有一个先被套的过程，所以笔者认为不是说央企频繁地当“地王”，我们的房价就不跌了。另外，身边的其他泡沫也给我们短线不祥的感受。比如说藏獒，3000万元一条，笔者在微博上写了一下：“这是什么时代，到底是狗疯了还是人疯了？”很简单，笔者到北京北边——有时候开车过去办事情，朋友就告诉我这儿别墅是多少钱一栋，抢着买，动辄两三千万元，这就超出了我的想象。另外，价格连续地跳升，在任何市场都是不可持续的，一定是这样。市场本身给了我们一个要做出短期调整的重要信号。

今年要不要卖掉一批房子？笔者觉得不能仅仅看官方的这些数据，因为数据至少不如自己感受自己的房价来得更实在一些。若把我们的房子在一年半之内增值的价值量与我们实际的劳动收入做个对比，例如一套房产可能使你一年升值200万元，自己要想想：“我和我的家庭如果用工资收入挣这笔钱要花多长时间？”你就知道这笔财富值不值得你套现了。笔者认为本轮房地产的调整如果从四五月份就开始的话——本来应该是从2010年下半年，可能持续一年到两年的时间。这当然有世界大背景因素的偶合和叠加，笔者认为一线城市平均下降20%左右是正常的。但就长期的观点来看，2011年年底甚至2012年，还是做多资产的非常好的机会，资产价格还会再度上涨。

对于中国的住房市场我们要从什么样的高度来看呢？为什么政府现在又开始打压房地产？

现在有人讲中国的住房是投资品，不是消费品，这是非常危险的。在国外房子是不能用来这样炒的，房子的闲置是一定要征收税的，甚至在有的国家要给你收回。在中国很便宜，我们甚至可以贷款，然后翻倍的利润出来，这一定不是世界上各个国家都允许的。这是一个必要的认识高度。第二个高度就是，当房地产泡沫任由它自由发展的情况下，实际上就会变成中国的灾难。大家知道，新兴国家的经济危机，历史上多次证明都是在西方回收流动性，回收资金，比如说美国提高利率，在这种情况下导致新兴国家发生了惨不忍睹的经济危机。如果中国的房地产现在不进行调整而直接涨上去，半年以后美国可能升息，那对于中国的灾难将是万劫不复的，甚至是几十年的失去。所以，从这个角度来讲，我们需要理解为什么政府要短期打压房地产泡沫。

政府的思路非常清楚，为穷人盖房子，让富人做贡献。一个富户不在乎20万一平方米的房子，你要住得更有特色，更讲究，国家收你一点儿税应该也是可以接受的，你有责任为买不起房子的这些人做出一些贡献，以税收的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

形式给中央政府一个解决政治和民生问题的途径。笔者前两个月就提出来，住房市场短期的任务就是要给市场和政府一个交代，未来中国的房地产市场只能是软着陆，不能硬着陆，原因就是它是中国经济的命脉，短期之内中国还不可能找到第二个行业来代替房地产在经济方面的拉动作用。

我们再看看中国股市。目前中国股市总体来讲没有什么泡沫，大家也记得从1600多点涨到2009年的8月份，也是曾经翻了一倍多，也是引领全球的。最近八九个月以来，中小盘股和题材股估值严重偏高了，但是蓝筹股由于国家融资过快的压力，上升的动力不足。房地产股倒出现了比较明显的低估，房地产的估值一直高于两市的平均股价，但是目前却正在向平均值靠拢，甚至有些已经低于平均值。有些房地产股现在的市净率是1.5倍到1.6倍。从现在来看，随着房价下行，房地产市场会出现调整，但因为房地产股事前被市场舆论压下来了，所以本身并不存在多大的泡沫，相反，未来会出现机会。

目前谈到泡沫，谈到过热，我们还要关注一个问题。笔者以为，目前中国严重过剩的生产行业，实际上也是经济里面的大泡沫。如铁矿石类企业，年年上涨50%以上，今年再度上涨100%。但是中国的钢厂不倒，且一直把它的成本向下游转移。我们知道，现在贷款来得非常容易，这就是他们为什么还能强势生存的原因。笔者怀疑目前很多企业存在严重的产能过剩问题，这些人在超级的流动性里面大胆地裸泳着。未来政府要退出，政策要收缩，潮水一退我们就会看到真相。这也是需要我们警惕的，泡沫不仅仅是我们看到的商品价格。

笔者的审慎结论，仅供大家参考：不看好未来两年的经济。曾经反对二次探底的看法，觉得那个时候是最困难的，加重了有些人在投资理财上面的恐慌，甚至让很多人做出了错误的决定。但是现在，大家都乐观起来了，赚到钱了，笔者现在反倒要看二次探底了。对与错还不得而知，给大家提个醒。

笔者的理由是，各国“政府们”正在做着很不现实的事情，他们急于要退出，急于要提高利率，这一定会对经济造成震荡。前面的各类失衡都没有解决，现在各国的赤字风险也已经完全暴露了，没有回避的余地，这个矛盾总要爆发。另外，虚拟市场的价值回归可能导致投资者的信心再度受挫，私人部门本来要投资、要上阵了，二次探底会让他们再度受伤。接下来的危机可能会比较重，罗杰斯和索罗斯也都在这样讲，政府可利用的政策资源已经到极限了。对于中国来讲，政策资源情况还是比较好的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 8-9　中国近年 GDP 走势图

数据来源：Wind 资讯

近三年的系统投资策略。个人认为：

2010 年 CPI 指数可能会达到 4% ~5%，这刚好触发了各国政府不现实的退出野心，给了他们一个理由，那就是收缩，这个收缩会导致大宗商品市场、房地产价格出现高位震荡，甚至是下落，所以投资者要套现，尽量保有现金。

2011 年负面的东西会进一步暴露，对市场造成持续下滑的影响。在这种情况下，我们需要观望，要密切地评估风险，不要急于投入。

2012 年有可能出现这类情况，那就是各国政府认识到不应“退出”，还是应齐心协力地往前走，这时候，金融市场可能会见底回升，是资产做多的又一个非常难得的黄金期。未来资产价格还要涨，抄底的机会在哪里？在中国，有可能是 2011 年底；在全球来看，有可能是 2012 年，比中国稍微晚一些的时间。

（2010 -4 -18）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 发表文章

近年来频繁参加资本市场高端会议并接受CCTV、中央人民广播电台，及其他多家地方广播电台和电视台的访谈。

主流媒体上发表文章百余篇。包括：《中国发展观察》杂志、《中国财富》杂志、《证券市场》周刊、《证券导刊》、《大众理财顾问》、《中国证券报》、《证券日报》、《金融时报》、《华夏时报》、《经济参考报》、《第一财经日报》、《21世纪经济报》、《国际金融报》、《金融投资报》、《中华工商时报》、《大众证券报》、《投资者报》、《广州日报》、《期货导报》、《中国经济时报》、人民网、新华网、新浪网、和讯网、中国证券网、中国金融网等。

部分文章如下：

1. 《意大利企业集团研究》(2500字)，《国外物资管理》，1992-9
2. 《西尔斯罗巴克——美国零售之王》，《国外物资管理》，1992-9
3. 《国库券市场展望》(1200字)，《金融时报》，1994-1-16
4. 《美国期货市场规则与违规现象》(1600字)，《国外物资管理》，1994-1
5. 《期货业：兴盛之中问题不少》(1400字)，《中国经营报》，1994-2-15
6. 《国债期市投资机会与策略》(2500字)，《中国期货》，1994-7-30
7. 《国债期货混合交收办法剖析》(2300字)，《中国证券报》，1994-12-23
8. 《BCE的成绩与问题》(1000字)，《中国证券报》，1995-1-12
9. 《我国国债期货市场回顾与展望》(3300字)，《中国期货》，1995-1-16
10. 《国债期货市场交易现状及思考》(1700字)，《中国证券报》，1995-2-18
11. 《92-3国债506合约交收建议》(2000字)，《中国证券报》，1995-2-25
12. 《关于国债期货交易制度的思考》(2400字)，《中国期货》，1995-2-27
13. 《国债期货市场功不可没》(2200字)，《中国证券报》，1995-3-3
14. 《中小散户的利益谁来保护》(1700字)，《工商时报》，1995-3-30
15. 《从收益率和保值贴补率看国债期货》(3500字)，《中国期货》，10
16. 《期市监管：面临严峻考验》(3600字)，《工商时报》，1996-3-12~13
17. 《“市场禁入制度”：必然选择》(2300字)，《中国经济时报》，1996-7-9
18. 《期货交易所稽查职能浅析》(1750字)，《中国证券报》，1996-8-2
19. 《前车之覆 后车之鉴——国债期货市场风险回顾与启示》(4000字)，《期货导

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报》，1997－7－28

20.《正确认识套期保值与投机》（3200字），《期货导报》，1997－9－4

21.《强制平仓科学性分析》（4400字），《期货导报》，1997－9－11

22.《放眼未来发展　顺应国际潮流——论期货市场结构调整原则》（2800字），《中国证券报》，1998－5－25

23.《我国证券市场现存主要问题总结与分析》（3100字），《中国经济时报》（国务院发展研究中心主办），1999－12－7

24.《论“股评家”及其管理》（2000字），《中国证券报》，2000－2－25

25.《加入WTO后我国投行业务的新对策》（8800字），《首创集团》，SCZQ. COM－2000－6－28

26.《投资的品位》（1300字），《中国证券报》，2000－8－25

27.《股票市场操作的守正出奇》（4000字），《证券市场周刊》，73、75期，2000－9－2、2000－9－9

28.《网络科技股——大浪淘沙》（1500字），China. Internet. Com，2000－10－16

29.《降低成本是网络公司的当务之急》（1600字），China. Internet. Com，2000－10－20

30.《光电子技术与另类互联网》（1620字），China. Internet. Com，2000－10－27

31.《中国电子商务：前景如何?》（1680字），China. Internet. Com，2000－11－03

32.《电脑和网络都值得怀疑吗?》（1650字），China. Internet. Com，2000－11－09

33.《三网合一与有线电视网》（1708字），China. Internet. Com，2000－11－10

34.《战略建仓网络通讯科技股》（1689字），China. Internet. Com，2000－11－13

35.《中国证券业现状与特点概要》（3000字），China. Internet. Com，2000－11－21

36.《网上证券交易：潜力巨大的电子商务》（1688字），China. Internet. Com，2000－11－22

37.《季报制度与投资理念的转变》（3160字），China. Internet. Com，2000－11－27

38.《季报会改变投资理念》（2400字），《中国证券报》，2000－12－05

39.《全球瞩目纳斯达克市场》（3200字），China. Internet. Com－2000－12－08

40.《正确认识当前国际金融市场》（4000字），Sczq. Com，2000－12－11

41.《莫为中国电子商务前景悲观》（2000字），《泉州晚报》，2000－12－12

42.《关于增强经纪类券商竞争力的政策建议》（7000字），中国证监会《政策研究报告》2000年版

43.《上市公司国有股回购，如何操作?》（3000字），《中国经济时报》，2002－3－26（国务院发展研究中心主办）（第一作者：郭士英，第二作者：中国注册会计师协会陈佩）

44.《券商投行业：困境与出路》（5000字），《证券导刊》（总第223期，人民大学主办），2002－7－27

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

45.《股指期货：一个关于“避险工具”的诘问》(4300 字),《证券导刊》,第 27 期(总第 224 期),2002－8－3

46.《投资银行：无悔的选择》(2000 字),《国通证券》,2002－3

47.《股市呼唤全方位整合》(3800 字),《证券日报》(经济日报)2002－11－13

48.《壮大基金规模的应对之策》(2600 字),《证券日报》,2002－12－02

49.《全流通的基本政策需尽早明确》(3600 字),《信息早报》,2002－12－04

50.《七行业深受大机构资金青睐》(1200 字),《证券日报》,2003－1－20

51.《春季大盘的五大隐忧》(3300 字),《证券导刊》,2003－1－26

52.《市场仍有五大隐忧》(2000 字),《证券日报》,2003－1－27

53.《五大问题挺敏感》(2500 字),《北京晨报》,2003－2－12

54.《保荐人制度与我国投行前景展望》(3000 字),《证券日报》,2004－1－15

55.《全面看待保荐人制度》(1000 字),《证券市场周刊(综合刊)》,2004 年度第 4 期(总 998 期),2004－2－7

56.《上市公司内控制度亟待完善》(2500 字),《证券日报》,2004－7－26

57.《“全流通”是一个“潘多拉盒子”》(5000 字),《证券日报》(专题研究版),2004－9－14

58.《再融资政策取向亟待扭转》(2000 字),《中国证券报》(理论版),2004－9－24

59.《“鳄鱼的最后晚餐”启示录》(4000 字),《中国证券报》,2004－12－25

60.《全流通试点原则与实施》(3000 字),《证券日报》,2005－4－15

61.《重建信用方能拯救市场》(3500 字),《证券日报》,2005－6－15

62.《回购范围还可拓宽》(2000 字),《中国证券报》,2005－6－13

63.《权证式全流通应采用认沽权证》(3500 字),《证券日报》,2005－6－22

64.《“股改”创新模式大点评》(5000 字),《证券日报》,2005－7－6

65.《“股改”创新模式大点评》(4000 字),《经济日报》,2005－7－6

66.《破净公司:追溯历史成本 营造共赢局面》(2300 字),《证券日报》,2005－8－5

67.《制度定格局 增量是关键——2006 年 A 股市场展望》(2500 字),《中国证券报》,2005－12－9

68.《2006 年 A 股四大主题值得期待》(4000 字),《证券日报》,2005－12－19

69.《坚持稳健投资 关注优质股票》,《经济日报》(张衍访谈文章),2005－12－16

70.《透视基金话语权系列五：百花齐放胜于一枝独秀》,《中国证券报》(访谈文章),2005－10－21

71.《上行压力加大 调整空间有限》(3200 字),《证券日报》,2006－05－25

72.《股市回暖：中国证券市场浴火重生》(3100 字),《中国发展观察》(国务院发展研究中心主办 ISSN1673－033X CN11－5279/F),2006 年第 6 期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

73. 《中报业绩浪或呈“发散状”方式展开》（3059 字），《经济参考报》，2007－07－09

74. 《“港股直通车”不能一蹴而就》（5000 字），《中国发展观察》，2007 年第 12 期

75. 《积极谋求高校教学与科研的和谐发展》（5100 字），《教育教学改革新探索》（知识产权出版社），2007－05

76. 《放任市场下跌或会危及稳定发展》，新浪财经首页，2008－03－25

77. 《股市亟待制度变革》，新浪财经首页，2008－04－02

78. 《依然要警惕股市假熊变真熊》，新浪财经首页，2008－04－21

79. 《5 月中下旬市场升势可能会逆转》，新浪财经首页，2008－04－29

80. 《目前僵化的货币政策令人忧虑！》，新浪财经首页，2008－06－10

81. 《市场将无可救药地直奔 2500 点以下》，新浪财经首页，2008－06－12

82. 《货币政策亟需转向》，新浪财经首页，2008－06－26

83. 《中国的出路：攘外安内　突出重围！》，新浪财经首页，2008－07－01

84. 《有多少制度性缺陷应尽早完善》，新浪财经首页，20080－7－31

85. 《股指期货不能匆促上马》，新浪财经首页—2008 年 7 月 25 日；《金融时报》、新浪、和讯财经，2008－08－03

86. 《关于奥运及奥运后行情的思考》，新浪财经首页，2008－08－24

87. 《奥运与国运》，新浪财经首页，2008－08－24

88. 《谋求金融安全与稳定的几个思考》（8000 字），《中国发展观察》，2008 年 9 月刊

89. 《居易俟命与现金为王——兼评贷款与存款准备金率下调》（5000 字），新浪财经，2008－09－17

90. 《股市危急：业者责任重大！》（5000 字），新浪财经，2008－09－17

91. 《救市政策需审慎　救市更要救经济》（4000 字），新浪财经，2008－09－26

92. 《中国必然要进入降息周期》（5000 字），《广州日报》、新浪财经，2008－10－08

93. 《经济与股市都不值得继续悲观》（4000 字），新浪财经，2008－10－09

94. 《货币政策终结紧缩 盲目悲观缺乏支持》（4000 字），和讯财经，2008－10－09

95. 《再议中国出路：加大货币供应 收购外资股权》（5000 字），新浪财经，2008－10－23

96. 《中国政策黄金之选：增发政府债券 大搞基础建设》（3000 字），新浪财经，2008－10－23

97. 《价格是市场经济决策的核心依据》（3000 字），新浪财经，2008－10－29

98. 《天津调研北京银行：稳健而富成长性》（4500 字），新浪财经，2008－11－07

99. 《中国的“龙头相”一直都在》（4700 字），新浪财经，2008－11－11

100. 《不要非理性低价出售你的资产》（2500 字），新浪财经，2008－11－13

101. 《平准基金和大小非改革并非必不可少！》，（4500 字）新浪财经，2008－11－17

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

102.《不必迷信“大小非”》(2000字)，新浪财经，2008－11－24

103.《又到“封山育林”时》(2500字)，新浪财经，2008－11－24

104.《货币政策感言及股灾启示》(5800字)，新浪财经，2008－11－29

105.《政府投资规模取决于市场恢复速度》(4500字)，和讯财经，2008－11－25

106.《企业家要慎重资本运作》(1500字)，和讯财经，2008－12－01

107.《中国是全球危机中的风水宝地》(3000字)，和讯财经，2008－12－10

108.《多头宣言：为了共同的未来而战斗》(3000字)，和讯财经，2008－12－15

109.《危机中我们信仰何在?》(3000字)，和讯财经，2008－12－22

110.《2009：并购烽火燃旺资本激情》(4500字)，《证券导刊》，2009－01

111.《2009年A股市场解禁股分析》(4300字)，新浪财经，2009－01－11

112.《不应纵容部分券商的地区垄断暴利!》(2000字)，新浪财经，2009－03－13

113.《东西方角力新支点及中国策略》(4300字)，《中国发展观察》，2009－03－02

114.《创业板市场的机遇与风险分析》(6000字)，中国证券网，2009－03－06

115.《熊市即将结束的重要信号!》(5000字)，新浪财经，2009－03－13

116.《有感于“淘汰一批经济学家”》(4500字)，新浪财经，2009－03－15

117.《美元堕落强于世界大战》(4500字)，新浪财经，2009－03－20

118.《中国经济学家应该接受非“中国式”的表达》(2500字)，《IT时代周刊》，2009年第13期

119.《未来将现全球通胀?》(3500字)，《中国发展观察》，2009－06－01

120.《资产膨胀才刚刚开始》(5000字)，《中国发展观察》，2009－08－01

121.《QDII：投资组合的调味品》(2500字)，《大众理财顾问》，2009－09－16

122.《经济转型的五大保障——兼论收入分配改革的核心作用》(5000字)，《中国发展观察》，2009－10－01

123.《破发次新基金可适当抄底》(3100字)，《大众理财顾问》，2009－10

124.《股指期货：与其难产 不如流产》(3100字)，《大众理财顾问》，2009－11

125.《股指期货何妨让国外先行?》(3800字)，《中国发展观察》，2009－11

126.《如何看待暴富现象》(2000字)，《江苏商报》，2009－11－18

127.《资产通胀仍会持续》(4000字)，《中国财富》杂志，2009－12

128.《孙子兵法中的炒股谋略》(3500字)，《大众理财顾问》杂志，2009－12

129.《我国经济领域亟须开展“新五反”》(5600字)，《中国发展观察》杂志，2010－01

130.《开征特别房产消费税很有必要》(2500字)，《证券日报》，2010－04－10

131.《市场没有必要对加息过度悲观》(1200字)，《证券日报》，2010－05－04

132.《警惕经济危机再度敲门》(5000字)，《中国发展观察》，2010年第5期

133.《房价下跌只会是暂时现象》(2000字)，《投资与理财》，2010年第9期

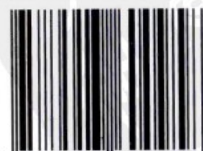
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FORTUNE GAME



上架建议：财经类

ISBN 978-7-5136-0095-8



定价：38.00元